



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ARLINDO NONATO MORAIS DE SOUZA

**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS: UM ESTUDO EM MERCADOS ACIONÁRIOS EMERGENTES**

NATAL/RN
2019

ARLINDO NONATO MORAIS DE SOUZA

**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS: UM ESTUDO EM MERCADOS ACIONÁRIOS EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, em cumprimento às exigências para obtenção do grau de mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares.

**NATAL/RN
2019**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

Sistema de Bibliotecas - SISBI

Catálogo de Publicação na Fonte. UFRN - Biblioteca Setorial do Centro Ciências Sociais Aplicadas -

Souza, Arlindo Nonato Morais de.

Desempenho econômico-financeiro e gerenciamento de resultados: um estudo em mercados acionários emergentes / Arlindo Nonato Morais de Souza. - Natal, 2019.

70f.: il.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Natal, RN, 2019.

Orientador: Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares.

1. Ciências contábeis - Dissertação. 2. Avaliação de desempenho - Dissertação. 3. Gestão econômica - Dissertação. 4. Gerenciamento de resultados - Dissertação. 5. Países do BRICS - Dissertação. I. Tavares, Adilson de Lima. II. Título.

RN/UF/CCSA

CDU 657.44:658.115

ARLINDO NONATO MORAIS DE SOUZA

**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS: UM ESTUDO EM MERCADOS ACIONÁRIOS EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, em cumprimento às exigências para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Data da aprovação: __/__/__

COMISSÃO AVALIADORA

Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares

Orientador

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

Prof. Dr. Renato Henrique Gurgel Mota

Membro Examinador Interno

Universidade Federal Rural do Semi-Árido-UFERSA

Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins

Membro Examinador Externo

Universidade Federal de Pernambuco – UFPE

A minha família, por todo amor e carinho

AGRADECIMENTOS

É imensurável o valor da realização de um sonho, as páginas deste trabalho, consolidam esta etapa em minha vida. E nas linhas seguintes, agradeço a todos que contribuíram de alguma forma para a realização deste sonho.

Primeiramente a Deus, pela minha vida e por me dar saúde para superar os desafios que a vida impõe diariamente.

A minha família, pelo amor e carinho dedicados, em especial a minha avó, dona Maria Eunice Morais, e a minha mãe, Samara Morais.

Em especial, a minha noiva, Evelyn Guimarães, pelo amor, carinho, e por compreender os momentos de minha ausência devido as atividades acadêmicas.

Aos amigos que fiz no mestrado, José Mauro, Márcio Quirino, Yuri Gomes e Raimundo Neto, pela troca de experiências e conhecimentos durante o mestrado.

A Universidade Federal do Rio Grande do Norte, e aos professores do programa de Pós-Graduação em ciências contábeis, pelo aprendizado transmitido no mestrado.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares, pela serenidade a qual conduziu o processo, exemplo de docente para mim.

Aos membros da banca, Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins e Prof. Dr. Renato Henrique Gurgel Mota, por aceitarem compor a banca e pelas valiosas contribuições feitas na qualificação.

A Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, pela bolsa disponibilizada a partir do segundo ano do mestrado, a qual tornou possível minha dedicação exclusiva a esta pesquisa.

Aos amigos da controladoria da Ale combustíveis, em especial Isaías Carvalho, Rodrigo Castro e Atelmo Oliveira, pelas experiências transmitidas, primordiais para meu crescimento acadêmico e profissional.

Seja quem você for, seja qual for a posição social que você tenha na vida, a mais alta ou a mais baixa, tenha sempre como meta muita força, muita determinação e sempre faça tudo com muito amor e com muita fé em Deus, que um dia você chega lá. De alguma maneira você chega lá.

Ayrton Sena

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo verificar se as firmas com os melhores índices de desempenho econômico-financeiro possuem maiores níveis de gerenciamento de resultados. A amostra da pesquisa compreende as empresas com ações negociadas em bolsas de valores dos países membros do BRICS, sendo excluídas as firmas financeiras e seguradoras, totalizando assim 28.218 observações. O lapso temporal analisado compreendeu os anos de 2010 a 2017, em um painel desbalanceado. A mensuração de desempenho foi feita a partir das medidas de avaliação mais utilizadas por analistas (múltiplos de lucros e modelos híbridos). Como *proxy* para o nível de gerenciamento de resultados, foram utilizados os *accruals* discricionários estimados pelo modelo PAE (2005). Os dados necessários para a estimação dos *accruals* discricionários, das variáveis necessárias a mensuração de desempenho, e das variáveis de controle utilizadas nos modelos econométricos, foram obtidas a partir da base de dados Bloomberg®. A partir da modelagem com dados em painel para efeitos fixos, os resultados indicam que as firmas que reportam os melhores índices de desempenho no futuro, assim como o crescimento deste desempenho, estão associadas a maiores níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Avaliação de desempenho. BRICS.

ABSTRACT

The present study aims to verify if firms with the best financial performance indexes have higher levels of earnings management. The research sample comprises companies with shares traded on stock exchanges of BRICS members countries, excluding financial and insurance firms, totaling 28,218 observations. The time span analyzed comprised the years 2010 to 2017, in an unbalanced panel. The performance measurement was made based on the evaluation measures most used by analysts (earnings multiples and hybrid models). As a proxy for the level of earnings management, were used the discretionary accruals estimated by the PAE model (2005). The data needed to estimate discretionary accruals, the variables necessary to measure performance, and the control variables used in econometric models were obtained from the Bloomberg® database. From modeling panel data for fixed effects, the results indicate that the firms reporting the best performance indices in the future, as well as the growth of this performance, are associated with higher levels of results management by discretionary accruals.

Keywords: Earnings management. Performance evaluation. BRICS.

LISTA DE SIGLAS

DA – *Accruals* discricionários

BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

CFROI – Retorno do fluxo de caixa sobre o investimento

EBIT – Lucro antes dos juros e impostos

EBTIDA - Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

EVA – Valor econômico adicionado

EV – *Enterprise Value*

GR – Gerenciamento de resultados

FCB – Fluxo de caixa bruto

NOPAT - lucro operacional após os impostos

PPE - Property Plant and Equipment

PL – Patrimônio Líquido

ROIC – Retorno sobre capital investido

TA – Total dos *accruals*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Pesquisas sobre gerenciamento de resultados no Brasil.....	22
Quadro 2 - Código de busca para coleta dos dados na Bloomberg®	26
Quadro 3 - Países/setores excluídos da amostra por observações insuficientes.....	29
Quadro 4 - Medidas de avaliação mais utilizadas por analistas	30
Quadro 5 – Forma de mensuração das medidas de múltiplos de lucros.....	31
Quadro 6 – Alíquota de impostos sobre o lucro por ano e por país	32
Quadro 7 – Variáveis de controle para os <i>accruals</i> discricionários	36

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Descrição da amostra por país	26
Tabela 2 – Descrição da amostra por setor.....	27
Tabela 3 – Taxa de inflação americana	33
Tabela 4 – Estatística descritiva da variável dependente e das variáveis de controle do modelo econométrico	38
Tabela 5 – Estatística descritiva dos accruals discricionários	38
Tabela 6 – Distribuição da amostra de acordo com o desempenho para cada medida de avaliação	40
Tabela 7 – Teste de Mann-Whitney para os accruals discricionários entre os grupos pesquisados.....	40
Tabela 8 – Teste Kruskal Wallis para os AD entre os grupos pesquisados.....	41
Tabela 9 – Modelo econométrico para o EVA	44
Tabela 10 – Modelo econométrico para o Dividend Yeild futuro.....	45
Tabela 11 – Modelo econométrico para o P/L	46
Tabela 12 – Modelo econométrico para o ROIC.....	47
Tabela 13 – Modelo econométrico para o EV/EBTIDA	48
Tabela 14 – Modelo econométrico para o CFROI	49

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
1.2 Justificativa.....	16
1.3 Objetivos.....	17
1.3.1 Objetivo geral	17
1.3.2 Objetivos específicos.....	17
2 PLATAFORMA TEÓRICA.....	18
2.1 Assimetria Informacional, Teoria da Agência, e Teoria da Sinalização	18
2.2 <i>Value Relevance</i> da informação contábil.....	19
2.3 Gerenciamento de resultados, <i>accruals</i> e escolhas contábeis.....	20
2.4 Estudos anteriores e desenvolvimento das hipóteses	22
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	26
3.1 População e Amostra	26
3.2 Especificação do modelo para estimação dos <i>accruals</i> discricionários	27
3.3 Escolha e mensuração das métricas de avaliação de desempenho	29
3.3.1 Múltiplos de lucros	30
3.3.2 Retorno sobre o capital investido	31
3.3.3 <i>Cash Flow Return on Investment</i>	31
3.3.5 <i>Economic Value Added</i>	33
3.4 Modelos econométricos.....	33
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	38
4.1 Análise Descritiva.....	38
4.2 Testes de Mann-Whitney e Kruskal Wallis.....	40
4.3 Análise econométrica	41
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	50
REFERÊNCIAS	52
APÊNDICES	62

1 INTRODUÇÃO

A avaliação de empresas é um tema de grande interesse na prática empresarial e no meio acadêmico, tendo os acionistas, investidores e credores interesses no valor das empresas (KOTHARI, 2001; OHLSON; LOPES, 2007).

Os modelos de avaliação de performance financeira auxiliam os investidores a tomarem decisões de investimento aprimoradas no processo de julgamento e alocação de recursos no mercado de capitais, ao avaliarem melhor o valor das empresas (GAIO; RAPOSO, 2011; PARFET, 2000) e mostrarem uma noção do “verdadeiro” valor para os investidores (GARMAN; OHLSON, 1980).

Consonante a isso, Madden (2017) aponta que os modelos de *valuation* criam as bases para um efetivo sistema de avaliação de desempenho, na medida que: (a) ajudam nas previsões futuras; (b) levam às melhores decisões de alocação de recursos e (c) facilitam a compreensão das expectativas embutidas nos preços das ações.

Nesse processo de avaliação, os números contábeis são a principal fonte de informações inerentes ao desempenho da empresa, sendo frequentemente utilizados pelos *stakeholders* como *inputs* nas estimativas de valor intrínseco e na avaliação dos preços das ações no mercado (BALL; BROWN, 1968; BARKER, 1999; DECHOW, 1994; DECHOW; KOTHARI; WATTS, 1998; DEMSKI; FRIMOR; SAPPINGTON, 2004; FELTHAM; XIE, 1994; FRANCIS; SCHIPPER; VINCENT, 2003; GAIO; RAPOSO, 2011; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; LEV, 2003). Nesta tarefa, os analistas, investidores e executivos consideram o lucro contábil o item mais importante nos relatórios financeiros (DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999; DE JONG et al. 2014).

No entanto, o uso de números contábeis em modelos de avaliação pode carregar vieses oriundos da discricionariedade dos gestores no processo de elaboração das demonstrações contábeis. Tendo os gestores a intenção de comunicar ao mercado expectativas de desempenho de longo prazo e reportar resultados que sinalizem o valor da empresa, tanto a mensuração de performance quanto a própria relação das empresas com o mercado de capitais, podem servir de incentivo para as práticas de manipulação de resultados (HEALY, 1996; VAN TENDELOO; VANSTRAELEN, 2005). Do ponto de vista da avaliação de empresas, o gerenciamento de resultados pode distorcer os números contábeis que servem como *inputs* para as medidas de *valuation*, mascarando assim o real valor da firma avaliada.

Nesse sentido, a literatura reporta a prática de gerenciamento de resultados com o intuito de enganar as partes interessadas nos números contábeis, ocultando o real desempenho econômico, de forma a esconder os maus resultados ou aumentar os resultados positivos (HEALY, 1996; HEALY; WAHLEN, 1999; PARFET, 2000), sendo amplos os incentivos que os gestores podem ter para gerenciarem os resultados das empresas (VAN TENDELOO; VANSTRAELEN, 2005). Esses incentivos são elencados por Noronha, Zeng e Vinten (2008): Incentivos contratuais, remuneração de gestores, regulação e mercado de capitais.

Os incentivos contratuais estão relacionados a contratos com partes externas à companhia, como os de dívidas por exemplo, que podem levar os gestores a manipularem os resultados para atender requisitos do contrato (NORONHA; ZENG; VINTEN, 2008). Defond e Jiambalvo (1994) evidenciam de forma empírica maiores níveis de *accruals* discricionários anormais em anos anteriores à violação de cláusulas restritivas de contratos de dívida. Neste mesmo sentido, essas restrições contratuais fazem com que os gestores realizem mudanças contábeis para melhorar os resultados (SWEENEY, 1994).

A remuneração de gestores também pode ser um incentivo ao gerenciamento de resultados, na medida em que os gestores alteram os procedimentos contábeis para manipular os resultados, e assim maximizar sua remuneração (GUIDRY; J. LEONE; ROCK, 1999; HEALY, 1985).

Quanto à regulação, o uso da informação contábil pelos órgãos reguladores pode induzir os gestores a gerenciarem os resultados devido a leis tributárias rígidas e vigorosas (NORONHA; ZENG; VINTEN, 2008).

Quanto ao mercado de capitais, incentivo foco do presente estudo, os gestores manipulam os resultados das firmas para influenciar as percepções de usuários externos, como investidores, bancos e fornecedores, sobre os verdadeiros ganhos econômicos da empresa (BERTOMEU, 2013; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999). Nesse ambiente, o uso de informações contábeis por investidores e analistas financeiros no processo de avaliação cria incentivo para que os gestores manipulem os lucros (BERTOMEU, 2013). Portanto, se o bem-estar dos gestores for afetado pela sua capacidade de atingir metas de resultados, e ele ceder a estes incentivos, o desempenho financeiro estará associado ao gerenciamento de resultados (ASAY, 2018; BHOJRAJ et al., 2009).

Healy (1996) afirma que a discricionariedade dos gestores pode servir para criar riqueza às custas das partes interessadas, apontando que a performance das companhias motiva os gestores a usarem os *accruals* para reportarem lucros e comunicarem sinais relativos ao valor da empresa para o mercado. De forma oportunística, os gestores podem sentir-se motivados a gerenciarem os resultados contábeis, para reportar através dos relatórios financeiros uma boa performance.

Assim, no processo de *valuation*, os investidores devem ter ciência destas práticas oportunísticas por parte dos gestores no processo de elaboração das demonstrações contábeis, para que as medidas de avaliação de desempenho sejam menos afetadas pelo viés discricionário e oportunístico destes.

Alguns estudos dedicaram-se a verificar a associação entre o gerenciamento de resultados e o desempenho. No contexto brasileiro, Almeida, Lopes e Corrar (2011), verificaram que as empresas brasileiras que apresentam o indicador *Market-to-book* acima de 1, apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, a fim de sinalizarem para o mercado a capacidade de sustentar este índice.

De forma análoga, Rodrigues, Paulo e Melo (2018) demonstraram que as firmas brasileiras que apresentam este índice acima de 1, apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados por meio de suas decisões operacionais. Ficando evidenciado que a medida *Market-to-book* é um incentivo aos dois tipos de gerenciamento de resultados (*accruals* e decisões operacionais).

Neste sentido, Gong, Louis e Sun (2008) afirmam que a melhora no desempenho financeiro das empresas é explicada, pelo menos em parte, pelo gerenciamento de resultados. Assim, os agentes podem influenciar o sistema contábil para melhorar as estimativas de desempenho favoráveis, mesmo na ausência de aumento do desempenho real (DEMSKI; FRIMOR; SAPPINGTON, 2004), fazendo com que a parte gerenciada do lucro esteja positivamente associada ao desempenho da empresa (LEE; LI; YUE, 2006).

Empiricamente, Lee, Li e Yue (2006) evidenciam que os gestores manipulam os lucros para influenciar na avaliação do patrimônio das empresas, e que os níveis de gerenciamento de resultados estão associados de forma positiva ao desempenho e ao crescimento das empresas.

Assim, a literatura (ALMEIDA; LOPES e CORRAR, 2011; ASAY, 2018; BHOJRAJ et al., 2009; DE JONG et al., 2014; DEMSKI; FRIMOR; SAPPINGTON,

2004; GONG; LOUIS e SUN, 2008; LEE; LI; YUE, 2006; RODRIGUES; PAULO e MELO; 2018) sugere a associação positiva entre o gerenciamento de resultados e a melhora no desempenho, emergindo assim a seguinte questão de pesquisa: **Qual a associação entre o nível de gerenciamento de resultados e o desempenho econômico-financeiro de empresas em mercados emergentes?**

Para responder à questão de pesquisa, foram verificados dados de 6.213 empresas não financeiras, com ações negociadas em bolsas de valores de países emergentes pertencentes ao BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), no período de 2010 a 2017, totalizando 28.218 observações firmas-ano em um painel desbalanceado.

Utilizando os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo Pae (2005), como *proxy* para os níveis de gerenciamento de resultados, como variável dependente, e as informações de melhores desempenho, baseado nas medidas de avaliação mais utilizadas pelos analistas de mercado, como variáveis de interesse, foi verificado se o fato da empresa apresentar um alto desempenho no futuro, e o crescimento do resultado, influenciam de forma positiva nos níveis de gerenciamento de resultados.

Os achados apontam de forma geral, que as firmas com os melhores desempenhos futuros, assim como o crescimento deste, estão associadas a maiores níveis de gerenciamento de resultados, o que pode indicar que reportar um bom desempenho ao mercado motiva os gestores aumentarem os níveis de *accruals* discricionários.

O presente estudo busca expandir o conhecimento acerca dos incentivos que levam os gestores às Práticas gerenciamento de resultados, associado ao desempenho financeiro, baseado nas métricas de avaliação de desempenho das empresas.

1.2 Justificativa

Garman e Ohlson (1980) já enfatizavam a importância dos estudos que utilizam os modelos de avaliação baseados em medidas contábeis pela sua importância na tomada de decisão.

As pesquisas sobre gerenciamento de resultados por sua vez, são importantes não apenas no âmbito acadêmico, mas também para reguladores e participantes de mercado (KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005), afim de que estes conheçam os incentivos que levam os gestores a manipularem o resultado contábil. Além destes grupos de usuários da informação contábil, os relatórios contábeis são importantes para todas as pessoas preocupadas com a viabilidade e lucratividade das empresas, como clientes, fornecedores, concorrentes, bancos e trabalhadores, ao analisar informações sobre as transações econômicas e perspectivas de risco e crescimento das firmas (CASEY et al., 2017; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999).

Nesse sentido, o presente estudo busca contribuir para a literatura ao analisar se os resultados das avaliações de desempenho por meio dos modelos mais utilizados no mercado, influenciam o nível de discricionariedade dos gestores, visto que os agentes influenciam a mensuração de performance produzida pela contabilidade (DEMSKI; FRIMOR; SAPPINGTON, 2004).

Outra motivação da presente pesquisa se dá pela identificação de poucos estudos que unem as temáticas de avaliação de desempenho e gerenciamento de resultados (GR), destacando-se os estudos de Almeida, Lopes e Corrar (2011) e Rodrigues, Paulo e Melo (2018), onde verificou-se a relação entre as práticas de GR e o índice *Market-to-book*.

A presente pesquisa se diferencia desses estudos pois, os investidores e analistas utilizam-se de outras medidas de desempenho no processo de avaliação, tais como múltiplos contábeis, modelos híbridos e medidas de lucros residuais (BARKER, 1999;

BLOCK, 1999; DAY, 1986; DE JONG et al., 2014; DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008; ARNOLD; MOIZER; 1984; PIKE; MEERJANSSEN; CHADWICK, 1993). Na literatura corrente, não foram encontradas pesquisas investigando a associação entre o gerenciamento de resultados e estas medidas de avaliação, sendo esta a lacuna que o estudo pretende explorar.

Os achados do presente estudo podem ser relevantes aos usuários dos modelos de avaliação de empresas, especialmente para os investidores e analistas, no que tange a magnitude com a qual o gerenciamento de resultados for ou não associada aos melhores índices de desempenho, fazendo com que os analistas e investidores possam ter ciência do nível de gerenciamento de resultados para as empresas com os melhores desempenhos, e adaptar o efeito do gerenciamento de resultados nos modelos de avaliação.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

O presente estudo tem como objetivo geral analisar se as empresas com melhores índices de desempenho, dentre as listadas nas bolsas de valores dos países do BRICS, apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados.

1.3.2 Objetivos específicos

Para alcançar o objetivo geral, a presente pesquisa possui os seguintes objetivos específicos:

- Analisar a associação entre o gerenciamento de resultados e as medidas de múltiplos de lucros;
- Verificar a associação entre o gerenciamento de resultados e as medidas de criação de valor;
- Verificar a associação entre o gerenciamento de resultados e o aumento no desempenho financeiro das firmas estudadas.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Assimetria Informacional, Teoria da Agência, e Teoria da Sinalização

A origem das discussões sobre assimetria informacional remete a Akerlof (1970), que alerta para distorções que podem ocorrer no mercado em razão da diferença nos níveis informacionais dos *players*. Ele o faz a partir do exemplo do mercado de carros usados dos Estados Unidos, no qual a assimetria informacional entre vendedores e compradores, em desfavor do segundo, pode levar ao aumento da venda de carros usados (que os denomina de “*lemons*”) em detrimento à venda de carros novos.

Essa assimetria informacional é inerente também aos compradores e vendedores nos mercados de capitais (PYLE; LELAND, 1977), onde os usuários das informações contábeis que estão externos às empresas só têm acesso às informações divulgadas, ao passo que os gestores possuem informações que podem não estar divulgadas nos relatórios financeiros.

Esse ambiente de assimetria informacional abre espaço para os conflitos de agência. Tais conflitos surgem quando a tomada de decisão de uma empresa é feita por gerentes que não são seus proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976), onde o principal (por exemplo os acionistas), contratam um agente (os gestores, por exemplo) para exercer atividades em seu nome. Desta forma, nem sempre os interesses do agente vão ao encontro dos interesses do principal, podendo o principal procurar a redução destes conflitos através incentivos para que o agente aja de acordo com os seus interesses, incentivos estes conhecidos como “custos de agência” (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, Lambert (1984) demonstra que a inobservância das ações dos gestores por parte do principal, podem levá-los a optarem por ações que maximizem a utilidade esperada daqueles.

Além da assimetria informacional e a teoria de agência, o presente estudo possui suporte teórico na teoria da sinalização, empregada inicialmente no mercado por Spence (1973), segundo a qual os sinais são características que determinados indivíduos emitem e manipulam sobre si mesmos, sendo estes sinais utilizados como parâmetros para a tomada de decisões em ambientes de incerteza. Desta forma, nas esferas em que a assimetria informacional se faz presente (por exemplo no mercado financeiro), os sinais emitidos pelos indivíduos auxiliam no processo de redução da assimetria informacional (PYLE; LELAND, 1977).

As teorias de agência e sinalização se relacionam no momento em que os custos de agência visam a redução da assimetria informacional entre principais e agentes, sendo oportuno combiná-las nos estudos sobre escolhas contábeis (MORRIS, 1987).

Este ambiente de informação assimétrica e de conflitos de agência, pode abrir espaço para que os gestores manipulem seus resultados e sinalizem melhores números contábeis ao mercado, onde os investidores e analistas utilizam-se das métricas de avaliação de desempenho para escolher as melhores ações e acompanhar o desempenho das empresas.

2.2 *Value Relevance* da informação contábil

Em contraponto à teoria de assimetria informacional desenvolvida por Akerlof (1970), a hipótese dos mercados eficientes, em sua forma forte, evidencia que os preços dos ativos refletem as informações públicas disponíveis de forma igual pelos participantes de mercado (FAMA, 1970; FAMA, 1991). Informação pública é a informação que se torna conhecida enquanto afeta os preços das ações, como os relatórios financeiros por exemplo (FRENCH; ROLL, 1986).

Neste contexto, a contabilidade exerce o papel de provedora de informações que subsidiam a tomada de decisão por parte dos usuários da informação reportada, sendo as demonstrações financeiras a principal fonte de informações às quais os investidores têm posse acerca das empresas (CASEY et al., 2017; DAY, 1986; GARMAN; OHLSON, 1980; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Considerável número de pesquisas em contabilidade, trataram então de investigar as associações entre as demonstrações financeiras e o mercado de capitais (*value relevance* da informação contábil) (BROWN; LO; LYS, 1999), utilizando dados contábeis como variáveis independentes, afim de verificar sua associação com o valor de mercado (GARMAN; OHLSON, 1980; LEE, 1999).

Para Nichols e Wahlen (2004), há três premissas teóricas subjacentes às pesquisas sobre *value relevance* que refletem o ponto de vista informacional: (a) os lucros correntes evidenciam informação para a predição de lucros futuros; (b) os lucros apresentam informação sobre os dividendos futuros e (c) os preços das ações são representados pelo valor presente dos dividendos futuros para os acionistas.

Essa relação entre os números contábeis e o mercado de capitais foi inicialmente discutida por Ball e Brown (1968), onde se evidenciou que os lucros e os valores das ações possuem associação positiva. O estudo de Beaver (1968) por sua vez evidenciou que os retornos das ações sofrem maiores variações nos períodos de anúncio dos resultados contábeis. Desde então, foram desenvolvidos diversos estudos apresentando evidências empíricas da relação entre a informação contábil e o mercado de capitais (NICHOLS; WAHLEN, 2004).

As pesquisas na perspectiva do *value relevance* da informação contábil, de forma geral, utilizam-se de modelos que fazem a associação entre o valor de mercado (variável dependente) e determinada informação contábil (variável independente) (KOTHARI, 2001). Desta forma, a informação contábil é relevante se há associação com os valores de mercado (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

No entanto, alguns estudos evidenciaram que esta relação entre a informação contábil (especialmente os lucros, o valor patrimonial e os fluxos de caixa), e os valores de mercado tem diminuído com o passar das décadas (ABOODY; LEV, 1998; AMIR; LEV, 1996; LEV; ZAROWIN, 1999; FRANCIS; SCHIPPER, 1999) e que a utilidade dos lucros para os investidores é limitada (LEV, 1989). Dentre os fatores que influenciaram essa deterioração do *value relevance* da informação contábil, destaca-se o tratamento contábil inadequado dos ativos intangíveis (LEV; ZAROWIN, 1999).

Em contraponto a estes resultados, Collins, Maydew e Weiss (1997) e Landsman e Maydew (2002), não encontraram evidências de declínio no conteúdo informacional dos lucros. Landsman e Maydew (2002) sugerem inclusive um aumento da informatividade dos resultados trimestrais ao longo do tempo.

Algumas pesquisas internacionais analisaram o *value relevance* da informação contábil evidenciando a associação positiva entre os lucros contábeis e o valor de mercado (BEAVER; CLARKE; WRIGHT, 1979; BEAVER; LAMBERT; MORSE, 1980; DHALIWAL; SUBRAMANYAM; TREZEVANT, 1999; EASTON; HARRIS, 1991;

EASTON; ZMIJEWSKI, 1989; FREEMAN, 1987), *value relevance* da capitalização dos custos com intangíveis (ABOODY; LEV, 1998), *value relevance* dos *accruals* e fluxos de caixa contábeis (DECHOW, 1994; DECHOW; SKINNER, 2000; RAYBURN, 1986). Ficando assim evidenciado que existem nas informações divulgadas pela contabilidade, conteúdo informacional que influenciam a tomada de decisão pelos investidores.

Os estudos acerca dos modelos de *valuation* também evidenciam o *value relevance* da informação contábil, como indicam as pesquisas de revisão de literatura empírica sobre a perspectiva do *value relevance* (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; KOTHARI, 2001), pois o uso de números reportados pela contabilidade são amplamente utilizados pelos usuários da informação contábil em modelos de avaliação de desempenho que subsidiam a decisão de investimento, sendo os investidores os maiores interessados na informação contábil com o propósito de avaliação (BARTH, 2000; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001).

2.3 Gerenciamento de resultados, *accruals* e escolhas contábeis

O debate inicial sobre gerenciamento de resultados na academia pode ser atribuído ao trabalho de Healy (1985), evidenciando que as práticas de gerenciamento de resultados estão relacionadas aos incentivos existentes nos contratos de bônus baseados em lucros por parte dos gestores.

Outros fatores, além dos bônus recebidos pelos gestores como evidenciou Healy (1985), podem incentivar os gestores a gerenciarem os resultados contábeis: (a) Reportar lucros positivos; (b) sustentar o desempenho recente e (c) atingir as expectativas dos analistas em suas previsões de resultados (DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999).

O gerenciamento de resultados ocorre então, quando os gestores se utilizam do julgamento na elaboração das demonstrações financeiras, com o intuito de enganar as partes interessadas sobre a real performance econômico e financeira da empresa ou para influenciar os resultados de contratos que dependam dos números contábeis reportados (HEALY; WAHLEN, 1999; LO, 2008), neste sentido, Hepworth (1953), evidencia que os acionistas e credores sentem-se mais confiantes com uma administração que reporta lucros estáveis do que resultados oscilantes, o que pode motivar os gestores as práticas de gerenciamento de resultados.

Ainda nesse contexto, Healy e Wahlen (1999) evidenciam que o uso das informações contábeis pelos investidores e analistas financeiros pode servir de incentivo para que as empresas manipulem seus resultados na tentativa de influenciar o desempenho das ações, visto que os resultados contábeis são utilizados nos processos de avaliação de desempenho, evidenciando a importância da informação contábil neste cenário (DEANGELO, 1986).

Os fluxos de caixa realizados não são necessariamente informativos, isto por que a diferença temporal entre os fluxos pode causar problemas ao se avaliar a empresa (DECHOW, 1994). Isso ajuda no entendimento do uso dos lucros (regime de competência), ao invés dos fluxos de caixa (regime de caixa) serem frequentemente utilizados nos modelos de avaliação de desempenho (DECHOW; KOTHARI; WATTS, 1998).

Nesse sentido, os elementos que formam os resultados contábeis das empresas são reconhecidos independentemente de seu efeito no caixa do período, seguindo o regime de competência (*accrual basis*), assim, os *accruals* são os itens do resultado que não

refletiram no fluxo de caixa do período, possuindo um papel benéfico no processo de avaliação (BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006; OHLSON, 2014).

Desta forma, os *accruals* refletem as transações que afetarão os futuros fluxos de caixa (BARTH; CRAM; NELSON, 2001; BARTH; CLINCH; ISRAELI, 2016; DECHOW; DICHEV, 2002; TEOH; WELCH; WONG, 1998), melhorando a informatividade acerca da performance financeira das empresas (KOTHARI, 2001), e auxiliando os investidores a terem uma melhor visão acerca da capacidade da geração de caixa, permitindo assim avaliá-la (BARTH; CLINCH; ISRAELI, 2016; DECHOW, 1994; DECHOW; SKINNER, 2000). Esta melhora na informação contábil é reforçada pelos estudos que evidenciam que os *accruals* possuem conteúdo informativo relevante (*value relevance*) para os investidores (BARTH; CLINCH; ISRAELI, 2016; DECHOW, 1994; HEALY; WAHLEN, 1999; RAYBURN, 1986).

No entanto, a discricionariedade envolvida no processo de mensuração e reconhecimento dos *accruals* abre espaço para que os gestores manipulem os resultados, com o intuito de distorcer a mensuração de performance das companhias (BARTOV, 1993; BLACK et al., 2017; DECHOW, 1994; DECHOW; SKINNER, 2000; KOTHARI, 2001; TEOH; WELCH; WONG, 1998), reduzindo a qualidade dos lucros, e prejudicando a mensuração de futuros fluxos de caixa da entidade (DECHOW; DICHEV, 2002).

As pesquisas acerca de gerenciamento de resultados requerem *proxies* que indiquem o resultado gerenciado (LEE; LI; YUE, 2006). Desta forma, foram desenvolvidos modelos que buscam separar os *accruals* discricionários (*proxy* utilizada para a verificação de gerenciamento de resultados) dos *accruals* não discricionários (DECHOW et al., 2012; DECHOW; RICHARDSON; TUNA, 2003; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; HEALY, 1985; JONES, 1991; KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995; KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005; PAE, 2005).

Nesse ambiente de mensuração, reconhecimento e divulgação dos elementos das demonstrações financeiras, surge a necessidade de os gestores optarem entre diferentes escolhas contábeis, sendo o tema considerado fundamental no estudo da contabilidade financeira (BARTOV; BODNAR, 1996; WATTS, 1992). Essas escolhas podem ser entendidas como quaisquer decisões cujos objetivos sejam o de influenciar o sistema contábil de determinado modo particular, onde é possível seu uso para inflar os resultados contábeis (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001; FRANCIS, 2001).

As escolhas contábeis são necessárias para que a característica qualitativa fundamental de representação fidedigna seja atingida, sendo inviável eliminá-las (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001; SOUZA; LEMES, 2016).

Contudo, o problema relacionado às escolhas contábeis surge pela liberdade de interpretação, julgamentos e estimativas por parte dos gestores (HALLER; WEHRFRITZ, 2013), onde o comportamento oportunista abre espaço para escolher entre diferentes métodos contábeis, e seu uso discricionário pode diminuir a comparabilidade das informações contábeis, havendo preferências por certas escolhas para se atingir determinado incentivo, existindo assim relação entre as escolhas contábeis e o gerenciamento de resultados (CABELLO; PEREIRA, 2015; FIELDS; LYS; VINCENT, 2001; SOUZA; LEMES, 2016).

Esta discricionariedade pode então ser utilizada para melhorar os números contábeis e assim influenciar a informação reportada, para que os *stakeholders* a recebam de forma favorável, visando a maximização de fluxos de caixa e do valor das empresas (CLOYD; PRATT; STOCK, 1996; DETZEN; ZÜLCH, 2012; HOLTHAUSEN, 1990).

Fields, Lys e Vincent (2001) elencam três imperfeições de mercado que influenciam nas escolhas contábeis: (1) os custos de agência, (2) a assimetria

informacional e (3) a influência nas decisões de indivíduos externos a empresa. No entanto, os autores evidenciam que nem todas as escolhas contábeis têm relação com as práticas de gerenciamento de resultados, onde a gestão de resultados estende-se além das escolhas contábeis.

Neste contexto, as teorias apresentadas se relacionam na medida em que os conflitos de agência, a assimetria informacional e a discricionariedade do processo de escolhas contábeis criam o ambiente propício para os gestores manipularem os lucros, sinalizando assim as suas expectativas para o mercado acionário através da contabilidade.

O polo teórico de *value relevance*, evidencia o uso da contabilidade pelo mercado a partir da associação entre a informação contábil e o mercado de capitais, por meio de medidas de avaliação de desempenho, por exemplo.

2.4 Estudos anteriores e desenvolvimento das hipóteses

No contexto brasileiro, a literatura vem investigando as práticas de gerenciamento de resultados sob diferentes incentivos, como pode ser observado a partir do Quadro 1:

Quadro 1 - Pesquisas sobre gerenciamento de resultados no Brasil

Autor/ano	Objetivos	Amostra	Resultados
(PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007)	Verificar se a análise do diferimento tributário aumenta significativamente a detecção de GR.	59 companhias abertas listadas na Bovespa, nos setores de mineração, siderurgia e metalurgia, e têxtil durante o período de 2000 a 2004.	O estudo indica evidências de que a análise do diferimento tributário não aumenta o poder preditivo dos modelos de detecção de gerenciamento de resultados.
(ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011)	Verificar se o índice <i>Market-to-book</i> serve de incentivo para o GR.	A amostra abrange as companhias ativas de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA no período de 1998 até 2005.	Verificaram a ocorrência de práticas de gerenciamento de resultados a fim de melhorar o índice <i>Market-to-book</i> das empresas abertas brasileiras.
(REZENDE; NAKAO, 2012)	Verificar se os incentivos econômicos ligados à tributação influenciam no GR.	A base amostral limita-se a empresas de capital aberto listadas na BOVESPA, sendo excluídas as empresas do setor de “Fundos”, “Seguros” e “Finanças” no período compreendido entre 1999 e 2007.	Os resultados indicam que existe uma relação negativa entre o lucro tributável e o gerenciamento de resultados, onde a busca por economias tributárias foi responsável por afetar o nível de gerenciamento de resultados contábeis para fins de divulgação, mostrando o efeito que a vinculação da prática contábil às normas tributárias exerceu nesse período sobre a informação contábil.
(BARROS; SOARES; LIMA, 2013)	Analisar a associação entre a governança corporativa e o GR.	Composta por empresas não financeiras negociadas na BOVESPA, com período analisado de 2008 a 2010	Observou-se que os níveis de gerenciamento de resultados são menores para as empresas com atributos de governança corporativa.

		sendo 111 empresas divididas em 17 setores econômicos totalizando 308 observações.	
(BARROS et al., 2014)	Verificar a relação entre a alavancagem financeira das empresas brasileiras e o GR.	Abrange as empresas de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA. A amostra de pesquisa é composta por 324 companhias divididas em 19 setores econômicos em que foram excluídas empresas do segmento financeiro e seguradoras. No período 2002 a 2011.	Os resultados indicam uma relação negativa entre a alavancagem e o gerenciamento de resultados.
(CARDOSO; SOUZA; DANTAS, 2015)	Analisar se a adoção das IFRS no Brasil a partir de 2010 acarretaram diferenças nos níveis de gerenciamento de resultados nas empresas abertas brasileiras.	235 empresas negociadas na BM&FBovespa que se encontravam ativas em 2009. sendo retiradas as empresas que compõe o setor de serviços financeiros, seguros, planos de saúde e planos odontológicos.	O estudo aponta que as acumulações discricionárias apuradas antes e após IFRS foram diferentes entre si, apontando não ser metodologicamente correto medir acumulações discricionárias para uma amostra que congregue dados contábeis de períodos pré-IFRS e pós-IFRS.
(SILVA; NARDI; RIBEIRO, 2015)	Investigar o GR para as firmas brasileiras que adotaram o valor justo baseado no fluxo de caixa descontado.	31 Empresas listadas na BOVESPA com ativos biológicos significantes entre o período de 2010 a 2012.	A pesquisa verificou maiores níveis de gerenciamento de resultados para as firmas que adotam o fluxo de caixa descontado na mensuração dos ativos biológicos.
(REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015)	O estudo verificou se as empresas brasileiras gerenciam seus resultados para evitar divulgar perdas.	289 empresas listadas na BM&FBOVESPA, sendo excluídas as empresas do setor financeiro e as companhias com dados faltantes.	Pelas evidências encontradas no estudo, os gestores somente conseguem gerenciar as atividades operacionais por meio da redução das despesas operacionais, devido provavelmente à pouca flexibilidade do processo produtivo e à restrição de caixa enfrentada pelas empresas nacionais. Quanto a perspectiva dos usuários, as evidências sugerem que as empresas evitam divulgar perdas através do gerenciamento das atividades reais ao mercado de capitais.
(MARTINS; PAULO; MONTE, 2016)	Avaliar se a acurácia da previsão de lucros de analistas é	43 empresas listadas na BM&FBOVESPA,	Os resultados sugerem que os gestores são mais incentivados a gerenciar resultados quando

	influenciada pelos níveis de GR.	excluídas as financeiras, seguradoras.	estão próximos de atingir a previsão dos analistas. Contudo, o estudo questiona se os melhores níveis de acurácia são produtos da competência dos analistas ou é determinada, em parte, pela prática de gerenciamento de resultados.
(SINCERRE et al., 2016)	Verificar os níveis do GR em períodos que antecedem a emissão de dívida.	180 empresas listadas na BMFBOVESPA e com dados disponíveis no sistema nacional de debêntures.	Os resultados apontam que as empresas inflam seus resultados no período de emissão de dívidas, com a finalidade de influenciar positivamente seus investidores.
(CUNHA; PICCOLI, 2016)	Analisar a influência do <i>board interlocking</i> no GR.	185 empresas listadas na BMFBOVESPA que possuíam <i>board interlocking</i> e informações para verificação do gerenciamento de resultados.	Os achados indicam que a participação de um conselheiro em mais de um conselho de administração (<i>board interlocking</i>) influenciam positivamente nas práticas de gerenciamento de resultados.
(MOTA et al., 2017)	Verificar se os gestores utilizam-se do GR a fim de atingir ou superar o lucro previsto por analistas de mercado.	138 empresas listadas na BMF&BOVESPA, excluídas as empresas financeiras.	O trabalho evidenciou que as empresas brasileiras utilizam-se dos <i>accruals</i> discricionários para atingir (<i>meet</i>) as previsões de lucro realizadas pelos analistas de mercado.
(PORTULHAK et al., 2017)	Analisar se o GR possui associação com a adoção de cláusulas estatutárias de <i>Poisson pills</i> .	99 empresas listadas na BMF&BOVESPA, no segmento do novo mercado, sendo excluídas as firmas do setor financeiro.	Os achados indicam que as companhias brasileiras que possuem cláusulas <i>poison pills</i> não apresentam níveis de gerenciamento de resultados significativamente diferentes daquelas que não possuem tal mecanismo, estando de acordo a achados de pesquisas realizadas nos Estados Unidos
(SPRENGER; KRONBAUER; COSTA, 2017)	A pesquisa buscou relacionar características dos CEO's brasileiros e o gerenciamento de resultados.	162 empresas listadas na BMF&BOVESPA, excluídas as companhias do setor financeiro.	Os resultados do estudo indicam que há relação entre a idade e o gênero do CEO com o gerenciamento de resultados, indicando que quanto maior a idade do CEO, menores são os índices de gerenciamento de resultados, observou-se também que quanto maior a medida de remuneração por desempenho,

			menor é o nível de <i>accruals</i> discricionários na empresa.
--	--	--	--

Fonte: Elaborado pelo autor

Em síntese, no Brasil as pesquisas sobre gerenciamento de resultados têm investigado as práticas com incentivos relacionados a: (a) Tributação (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007; REZENDE; NAKAO, 2012); (b) práticas de gerenciamento de resultados a para melhora de índices de desempenho, como *market to book* (Almeida et al., 2011); (c) governança corporativa (BARROS, SOARES, E LIMA, 2013); (d) alavancagem financeira (BARROS et al., 2014); (e) adoção das IFRS no Brasil (CARDOSO; SOUZA; DANTAS, 2015); (f) divulgação de perdas (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015); (g) previsão lucros pelos analistas de mercado (MARTINS; PAULO; MONTE, 2016; MOTA et al., 2017); (h) emissões de dívidas (SINCERRE et al., 2016); (i) mecanismos anti *takeover* (PORTULHAK et al., 2017); (j) características dos CEO's (Sprenger, Kronbauer, e Costa, 2017); (k) mensuração de ativos biológicos (SILVA; NARDI; RIBEIRO, 2015).

Dentre os incentivos para que os gestores gerenciem os resultados, está o de influenciar as percepções de usuários externos, como investidores, bancos e fornecedores, sobre os verdadeiros ganhos econômicos da empresa (BERTOMEU, 2013; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999). O uso de informações contábeis por investidores e analistas financeiros no processo de avaliação cria incentivo para que os gestores manipulem os lucros (BERTOMEU, 2013).

No contexto brasileiro, Almeida, Lopes e Corrar (2011), verificaram que as empresas brasileiras com o indicador *Market-to-book* acima de 1 apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários, evidenciando esta medida como incentivo ao GR.

De forma análoga, Rodrigues, Paulo e Melo (2018) demonstraram que as firmas com o *Market-to-book* acima de 1 também têm mais incentivos para o GR por meio das decisões operacionais. Bhojraj et al. (2009) fornecem evidências de que a rentabilidade de curto e longo prazo estão associadas as práticas de gerenciamento de resultados pelos gestores.

Nos mercados americano e inglês, Daniel, Denis e Naveen (2008) e Atieh e Hussain (2012), respectivamente, verificaram evidências empíricas de que as firmas com os melhores resultados mensurados pelos dividendos pagos têm mais incentivos para aumentarem o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

Diante do exposto, é formulada a primeira hipótese de pesquisa:

H₁ = O reporte de um alto desempenho econômico-financeiro está associado ao gerenciamento de resultados.

Mesmo na ausência de desempenho real na entidade, os agentes podem interferir o sistema contábil para melhorar as estimativas de desempenho favoráveis, (DEMSKI; FRIMOR; SAPPINGTON, 2004). Lee, Li e Yue (2006) evidenciam que os gestores manipulam os lucros para influenciar na avaliação do patrimônio das empresas, e que os níveis de gerenciamento de resultados estão associados de forma positiva as empresas com os melhores desempenhos e maior crescimento, crescimento este que motiva os gestores a superestimar os lucros reportados (LEE; LI; YUE, 2006). Consonante a estes resultados, Gong, Louis e Sun (2008) afirmam que a melhora no desempenho financeiro das empresas está associada, pelo menos em parte, ao gerenciamento de resultados. Desta forma, formula-se a segunda hipótese de pesquisa:

H₂ = A melhora do desempenho econômico-financeiro está associada com o gerenciamento de resultados.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 População e Amostra

A população do presente estudo compreende todas as empresas com ações negociadas em bolsas de valores dos países membros do BRICS, Brasil Rússia, China, Índia e África do Sul. A escolha deste bloco de países se deu em virtude das poucas pesquisas sobre gerenciamento de resultados analisando este bloco de países.

Foram excluídas as companhias financeiras e as seguradoras, pois os *accruals* das firmas financeiras não são comparáveis aos demais setores (BOWEN; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2008), podendo os modelos de estimação dos *accruals* não refletirem suas atividades (BARTH; CRAM; NELSON, 2001), além das firmas as quais os dados necessários para a mensuração dos *accruals* discricionários pelo modelo Pae (2005) não estavam disponíveis na base de dados Bloomberg®.

O lapso temporal da pesquisa compreenderá os dados contábeis anuais, do período entre 2010 a 2017, sendo a coleta dos dados das firmas realizada a partir da base de dados Bloomberg®. O Quadro 2 apresenta os códigos de busca utilizados para a coleta de dados na plataforma Bloomberg®.

Quadro 2 - Código de busca para coleta dos dados na Bloomberg®

Item	Código busca Bloomberg®
Ativo circulante	BS_CUR_ASSET_REPORT
Ativo total	BS_TOT_ASSET
Custo de capital próprio (Ke) (CAPM)	WACC_COST_EQUITY
Custo médio ponderado de capital (WACC)	WACC
Depreciação e amortização do exercício	CF_DEPR_AMORT
Depreciação e amortização acumuladas	BS_ACCUM_DEPR
Dívida de curto prazo	BS_ST_BORROW
Dívida de longo prazo	BS_LT_BORROW
Dividendos por ação	EQY_DPS
EBIT	EBIT
Fluxo de caixa operacional	CF_CASH_FROM_OPER
PPE	BS_GROSS_FIX_ASSET
Lucro líquido	NET_INCOME
Lucro por ação	IS_EPS
Passivo circulante	BS_CUR_LIAB
Passivo não circulante	NON_CUR_LIAB
PL	TOTAL_EQUITY
Preço por ação	PX_LAST
Receita líquida	SALES_REV_TURN
Valor de mercado da firma	TOT_MKT_VAL
Ativo circulante	BS_CUR_ASSET_REPORT

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 1 segrega a amostra por país, com um total de 6.211 empresas, e 28.218 observações, em um painel desbalanceado.

Tabela 1 – Descrição da amostra por país

País	Empresas	%	Observações	%
África do Sul	178	2,87%	903	3,20%
Brasil	220	3,54%	1.143	4,05%
China	3.691	59,43%	18.659	66,12%
Índia	1.670	26,89%	5.799	20,55%
Rússia	452	7,28%	1.714	6,07%
Total	6.211	100,00%	28.218	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se forte presença das empresas chinesas e indianas, com 86,66% das observações da amostra, sendo os demais 13,34% pertencentes a África do Sul, Brasil e Rússia.

A segregação da amostra por setor é sumarizada na Tabela 2, totalizando nove setores, conforme o sistema de classificação setorial da Bloomberg® (BICS).

Tabela 2 – Descrição da amostra por setor

Setor	Descrição	Empresas	%	Obs.	%
Comunicações	Mídia, telecomunicações	217	3,49%	988	3,50%
Consumo básico	Bens de consumo, varejo	481	7,74%	2.191	7,76%
Consumo discricionário	Vestuário, carros, brinquedos	1.272	20,48%	5.635	19,97%
Energia	Óleo e gás, carvão, energia renovável	286	4,60%	1.317	4,67%
Industriais	Defesa e aeroespacial, logística	1.394	22,44%	6.237	22,10%
Materiais	Ferro e aço, produtos químicos, embalagens	1.174	18,90%	5.219	18,50%
Saúde	Biotecnologia, farmácia, equipamentos médicos	455	7,33%	2.131	7,55%
Serviços públicos	Geração de energia, serviços públicos integrados	286	4,60%	1.459	5,17%
Tecnologia	Hardware, software, semicondutores	646	10,40%	3.041	10,78%
Total Geral		6.211	100,00%	28.218	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa

Os setores de consumo discricionário, industriais e materiais são os mais representativos da amostra, com 60,55% do total, ao passo que os outros seis setores somam 39,45%.

3.2 Especificação do modelo para estimação dos *accruals* discricionários

Os estudos que tratam da temática de gerenciamento de resultados por *accruals*, utilizam-se dos *accruals* discricionários como *proxy* para as práticas de gerenciamento de resultados (MCNICHOLS; WILSON, 1988).

Desta forma, os modelos existentes na literatura buscam isolar os *accruals* discricionários que transitaram pelo resultado do período, (DEANGELO, 1986; DECHOW et al., 2012; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; HEALY, 1985; JONES, 1991; KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995; KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005;

PAE, 2005).

Para a mensuração dos *accruals* totais, optou-se por mensurá-los pela diferença entre o lucro operacional (competência) e do fluxo de caixa operacional (caixa) (HRIBAR; COLLINS, 2002; BHOJRAJ et al., 2009), diferentemente da abordagem de balanço (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

Hribar e Collins (2002) evidenciam que a abordagem de balanço patrimonial induz erros nas estimações dos *accruals* totais, podendo gerar vieses nas estimações dos *accruals* discricionários (KOTHARI, 2001).

Assim, os *accruals* totais foram mensurados da seguinte forma (HRIBAR E COLLINS, 2002):

$$TA_{it} = \frac{EBIT_{it} - FCO_{it}}{A_{it-1}} \quad (1)$$

Onde:

TA_{it} : Total dos *accruals* da empresa i no ano t ;

$EBIT_{it}$ = Lucro operacional da empresa i no ano t ;

FCO_{it} = Fluxo de caixa operacional divulgado na demonstração de fluxo de caixa da empresa i no ano t ;

A_{it-1} = Ativo total ao final do período $t-1$ da empresa i .

Considerando que os *accruals* são associados aos fluxos de caixa (BARTH; CRAM; NELSON, 2001; BARTH; CLINCH; TEOH; WELCH; WONG, 1998; DECHOW; DICHEV, 2002), e que estes são revertidos ao longo do tempo (BENEISH, 1997; DECHOW et al., 2012), Pae (2005) modificou a formulação original do modelo de Jones (1991), incorporando em seu modelo as variáveis de fluxo de caixa operacional e os próprios *accruals* totais defasados em $t-1$. Dechow et al. (2012) evidenciam que a inclusão dos *accruals* totais defasados melhora o poder preditivo dos modelos de uma forma geral.

O modelo para especificação dos *accruals* discricionários pode então ser escrito da seguinte forma (PAE, 2005):

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{0i} \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_{1i} \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \lambda_{0i} \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \lambda_{1i} \frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}} + \lambda_{2i} \frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

TA_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t ;

A_{it-1} = Ativos totais da empresa i no período $t-1$;

ΔREV_{it} = Variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ;

PPE_{it} = Saldos das contas de imobilizado e intangível da empresa i no período t ;

CF_{it} = Fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ;

CF_{it-1} = Fluxo de caixa operacional da empresa i no período $t-1$;

TA_{it-1} = *Accruals* totais da empresa i no período $t-1$;

Os *accruals* discricionários são então obtidos a partir dos resíduos do modelo.

As características operacionais de cada setor de atividade podem influenciar nas escolhas discricionárias dos gestores, como diferentes formas de reconhecimento de perdas estimadas com estoques (GU; LEE; ROSETT, 2005). Com isso, diferentes setores podem apresentar determinados níveis médios de gerenciamento de resultados (ZHAO; CHEN, 2008). Bem como a cultura e as diferenças entre os países estão associadas de

forma positiva ao gerenciamento de resultados (DOUPNIK, 2008; HAN et al., 2010).

Desta forma, as estimações dos *accruals* discricionários do modelo Pae (2005) foram realizadas de forma segregada por país e por setor, com dados dispostos em painéis desbalanceados, com efeitos fixos, sendo que os setores dos países apresentados no Quadro 3 foram excluídos da amostra por não apresentarem observações suficientes para a estimação dos *accruals* discricionários.

Quadro 3 - Países/setores excluídos da amostra por observações insuficientes

País	Setor
África do Sul	Serviços públicos
Brasil	Comunicações
Rússia	Comunicações
Rússia	Consumo discricionário
Rússia	Tecnologia

Fonte: Dados da pesquisa

3.3 Escolha e mensuração das métricas de avaliação de desempenho

Os modelos de *valuation* mais utilizados pelos analistas podem ser segregados como: (a) Modelos de múltiplos de lucros, (b) Híbridos e (c) Modelos multiperíodos (DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004). Sendo os modelos de múltiplos de lucros e os híbridos os mais utilizados por investidores e analistas segundo as pesquisas que evidenciam as métricas mais utilizadas por estes (ARNOLD; MOIZER, 1984; BLOCK, 1999; DAY, 1986; DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008; PIKE; MEERJANSSEN; CHADWICK, 1993).

Block (1999) em seu estudo com analistas de investimento, indica que as medidas de *valuation* mais utilizadas baseiam-se em avaliação de modelos de dividendos, como o modelo de Gordon (1959) ou na porcentagem da distribuição dos dividendos em relação ao preço da ação (*dividend yield*) (BARKER, 1999), além do valor econômico adicionado, como o EVA.

A literatura internacional evidencia diversas medidas de *valuation*, com estudos indicando as mais utilizadas pelos analistas e investidores nos processos de avaliação das companhias (ARNOLD; MOIZER, 1984; BLOCK, 1999; DAY, 1986; DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008; PIKE; MEERJANSSEN; CHADWICK, 1993).

Desta forma a escolha das métricas no presente estudo se deu através das pesquisas que evidenciam as medidas mais utilizadas pelos investidores e analistas, como evidenciado nas pesquisas supracitadas.

O Quadro 4 sintetiza as medidas de *valuation* mais utilizadas pelo mercado conforme a literatura internacional, assim como os estudos anteriores que as evidenciam como as medidas mais utilizadas no processo de avaliação.

Quadro 4 - Medidas de avaliação mais utilizadas por analistas

Classificação dos modelos	Métrica	Interpretação da medida de desempenho	Referências
Modelos de período único/Múltiplos de lucros	Valor da empresa/EBITDA	Indica a relação entre o valor de mercado da empresa e sua capacidade de geração de caixa.	(DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008)
	Preço/Lucro	Indica a relação do preço por ação e o lucro por ação.	(IMAM; BARKER; CLUBB, 2008; PIKE; MEERJANSSEN; CHADWICK, 1993)
	<i>Dividend yield</i>	Indica a proporção de dividendos distribuídos em relação ao preço das ações.	(ARNOLD; MOIZER, 1984; BARKER, 1999; BLOCK, 1999; DAY, 1986; DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008)
Híbridos	Retorno sobre capital investido (ROIC)	Demonstra o percentual de retorno gerado pelo capital investido.	(BARKER, 1999; DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004)
	<i>Cash flow return on investment (CFROI)</i>	Indica o retorno gerado pelos ativos, baseado no fluxo de caixa gerado.	(DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008)
	<i>Economic value added (EVA)</i>	Apresenta o lucro em excesso, quando deduzido o custo de oportunidade do capital próprio.	(BLOCK, 1999; DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008; DE JONG et al., 2014)

Fonte: Elaboração própria.

3.3.1 Múltiplos de lucros

As métricas que se baseiam em múltiplos de lucros serão mensuradas a partir das equações apresentadas no Quadro 5.

Quadro 5 – Forma de mensuração das medidas de múltiplos de lucros

Medida de desempenho	Forma de mensuração	Referências
Valor da empresa/EBTIDA	$\frac{\text{Valor de mercado da empresa ao final do ano } t}{\text{EBTIDA ao final do ano } t}$ (3)	(IMAM; BARKER; CLUBB, 2008)
Preço/Lucro	$\frac{\text{Preço por ação ao final do ano } t}{\text{Lucro por ação ao final do ano } t}$ (4)	(PIKE; MEERJANSSEN; CHADWICK, 1993)
<i>Dividend yield</i>	$\frac{\text{Dividendos por ação em } t}{\text{Preço da ação em } t-1}$ (5)	(DAY, 1986; IMAM; BARKER; CLUBB, 2008)

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3.2 Retorno sobre o capital investido

O retorno sobre capital investido indica o resultado gerado pelo capital total aplicado, sendo mensurado como a relação entre o lucro operacional após os impostos (NOPAT) e o capital investido (Passivo oneroso e patrimônio líquido) (YALCIN; BAYRAKDAROGLU; KAHRAMAN, 2012).

Sendo o NOPAT mensurado da seguinte forma (YALCIN; BAYRAKDAROGLU; KAHRAMAN, 2012):

$$NOPAT_{it} = EBIT_{it} - \text{Impostos sobre o lucro}_{it} \quad (3)$$

Sob a ótica desta medida, cria-se valor quando o ROIC apresentado é superior ao custo de capital (WACC).

$$ROIC_{it} = \frac{NOPAT_{it}}{\text{Passivo oneroso}_{it} + PL_{it}} \quad (4)$$

3.3.3 Cash Flow Return on Investment

O *Cash Flow Return on Investment* (CFROI) é um modelo de avaliação de empresas criado pela Callard, Madden & associates, sendo aprimorado pela Holt Value Associates e Boston Consulting Group (MADDEN, 2010), indicando o retorno dos ativos baseado nos fluxos de caixa (MADDEN, 1998).

A mensuração do CFROI é feita a partir da relação entre o fluxo de caixa bruto (FCB) menos a depreciação econômica e o investimento bruto (RYAN; TRAHAN, 2007).

$$CFROI_{it} = \frac{FCB_{it} - \text{Depreciação econômica}_{it}}{\text{Investimento bruto}_{it}} \quad (5)$$

Onde o fluxo de caixa bruto (FCB) foi mensurado da seguinte forma (DAMODARAN, 2002):

$$FCB_{it} = EBIT_{it} * (1 - \text{Taxa de impostos sobre lucro}_{it}) + \text{Depreciação do período}_{it} \quad (6)$$

As taxas dos impostos sobre lucro, são evidenciadas no Quadro 6, de acordo com o país e o ano.

Quadro 6 – Alíquota de impostos sobre o lucro por ano e por país

Ano	Brasil	China	India	Russia	África do Sul
2010	34,00%	25,00%	33,99%	20,00%	34,55%
2011	34,00%	25,00%	32,44%	20,00%	34,55%
2012	34,00%	25,00%	32,45%	20,00%	34,55%
2013	34,00%	25,00%	33,99%	20,00%	28,00%
2014	34,00%	25,00%	33,99%	20,00%	28,00%
2015	34,00%	25,00%	34,61%	20,00%	28,00%
2016	34,00%	25,00%	34,61%	20,00%	28,00%
2017	34,00%	25,00%	34,61%	20,00%	28,00%

Fonte: KPMG

A depreciação econômica refere-se ao custo de reposição do ativo ao final de sua vida útil (YALCIN; BAYRAKDAROGLU; KAHRAMAN, 2012), sendo mensurada da seguinte forma (DAMODARAN, 2002):

$$\text{Depreciação econômica}_{it} = \frac{\text{Valor contábil do ativo}_{it} \times WACC_{it}}{(1+WACC_{it})^n - 1} \quad (7)$$

Sendo n a vida útil do ativo em anos, obtida através da seguinte equação (MADDEN, 1999):

$$\text{Vida útil do ativo (n)} = \frac{\text{Total bruto dos ativos depreciáveis}_{it}}{\text{Depreciação do período}_{it}} \quad (8)$$

O investimento bruto refere-se aos ativos existentes, adicionando de volta a depreciação e amortização acumuladas, corrigidas pela inflação, conforme a fórmula abaixo (DAMODARAN, 2002):

$$\text{Investimento bruto}_{it} = (AF_{it} + DA_{it}) \times ((1 + i)^n) + NC \quad (9)$$

Onde:

AF - Ativos fixos: Soma do ativo imobilizado e intangível;

DA – Depreciação e amortização acumulada;

i = Taxa de inflação anual: detalhada na Tabela 03;

n = Vida útil do ativo (1)

NC = *Non Cash Capital*, obtido através da soma do ativo circulante (sem considerar as disponibilidades) com o realizável a longo prazo.

Para o cálculo do CFROI, é necessário o ajuste do investimento bruto pela inflação (MADDEN, 1998). No entanto, as séries temporais de variáveis macroeconômicas podem sofrer com as limitações inerentes aos mercados em desenvolvimento, sendo utilizadas outras economias, como a americana como *benchmark* em modelos de avaliação (PEREIRO, 2001).

Desta forma, a taxa anual de inflação usada para o ajuste do investimento bruto foi feita por *benchmark* pela economia americana. As taxas utilizadas estão dispostas na tabela 01:

Tabela 3 – Taxa de inflação americana

Anos	Taxa de Inflação
2011	2,96%
2012	1,74%
2013	1,50%
2014	0,76%
2015	0,73%
2016	2,08%
2017	2,11%

Fonte: www.global-rate.com (adaptado)

3.3.5 Economic Value Added

O *Economic Value Added* (EVA®) foi desenvolvido com o intuito de apresentar o lucro residual para os acionistas, considerando o custo de capital próprio. A mensuração do EVA® será realizada a partir da seguinte fórmula (STEWART, 1994).

$$EVA_{it}^{\text{®}} = \text{Lucro líquido}_{it} - (Ke_{it} \times PL_{it}) \quad (10)$$

Onde:

Ke: Custo do capital próprio, obtido diretamente através da base de dados Bloomberg®.

3.4 Modelos econométricos

Como forma de verificar a associação entre o gerenciamento de resultados e as firmas com melhores desempenhos, baseados nas medidas de avaliação, será empregada a análise de dados dispostos em painel desbalanceado, com efeitos fixos.

Desta forma, será aplicado o modelo sugerido por McNichols e Wilson, (1988) para verificar se as empresas que reportam os melhores indicadores de desempenho têm maiores níveis de gerenciamento de resultados em relação às demais.

O modelo base para se verificar os incentivos para o gerenciamento de resultados é descrito por McNichols e Wilson (1988).

$$DA_{it} = \alpha + \beta PART_{it} + \Sigma \beta_j \text{controles}_{it} + \epsilon_{it} \quad (11)$$

Onde PART é a variável *dummy* de interesse que separa os grupos que possuem incentivos para o gerenciamento de resultados, sendo atribuído 1 aos períodos em que a hipótese de gerenciamento de resultados está presente, e 0 caso contrário (CHEN; HRIBAR; MELESSA, 2018; DECHOW et al., 2012), e o coeficiente beta mede a

magnitude da influência desta variável no gerenciamento de resultados (DECHOW et al., 2012).

A separação das empresas com os melhores resultados é incluída no modelo através de uma variável *dummy* que caracteriza se a empresa reportou bons resultados de acordo com cada medida de desempenho, semelhante a utilizada no estudo de Almeida, Lopes e Corrar, (2011).

As variáveis de interesse do presente estudo são incluídas em período diferente da variável dependente, afim de reduzir possíveis erros de especificação, causados por problemas de simultaneidade nas variáveis, visando a exogeneidade destas.

Para as medidas de múltiplos de lucros (Valor da empresa/EBTIDA, Preço/Lucro e *Dividend yield*), as variáveis *dummy* que carregam a informação qualitativa de maior desempenho será atribuída por quantis: 1º quantil (maiores e melhores desempenhos), 2º quantil (desempenho mediano) e 3º quantil (menores desempenhos).

Para os modelos híbridos (ROIC e CFROI), as variáveis dicotômicas que carregam a informação de melhores desempenho são atribuídas quando o percentual de retorno calculado por estas medidas for superior ao WACC.

Por se tratar de uma medida de lucro residual, o EVA indica criação de valor quando se apresenta positivo, sendo este o parâmetro para caracterizar esta variável no modelo.

A partir desses modelos, será verificada a significância estatística e a associação positiva da variável que carrega a informação de melhor indicador de desempenho. Os modelos são descritos como segue.

O primeiro modelo busca verificar se as empresas com os maiores múltiplos de valor de mercado sobre EBTIDA possuem maiores níveis de GR.

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PART} \left(\frac{EV}{EBTIDA} \right)_{it+1} + \beta_2 \text{PART} (\Delta \frac{EV}{EBTIDA})_{it} + \sum \beta_j \text{controles}_{it} + \varepsilon \quad (12)$$

Onde:

AD_{it} = *Accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*;

$\text{PART} (EV/EBTIDA)$ = Variável *dummy* para identificar o quantil ao qual a empresa está inserida no período *t+1*: 1º quantil (maiores e melhores desempenhos), 2º quantil (desempenho mediano) e 3º quantil (piores desempenhos);

$\text{PART} \Delta (EV/EBTIDA)$ = Variável *dummy* que indica qual a variação da métrica entre o período *t-1* para o período *t*, assumindo 1 para as empresas com variação positiva e 0 para as empresas com variação negativa;

$\sum \beta_j$ Controles, representados por:

Ano = Variável *dummy* de ano para a empresa *i* no período *t*;

Tamanho_{it} = Logaritmo natural do ativo total da empresa *i* no ano *t*;

Caixa operacional = Caixa operacional da empresa *i* no período *t*, ponderado pelo ativo total em *t-1*;

Alavancagem = Razão entre o total do passivo circulante e não circulante e o PL;

Crescimento = Variação do ativo total de *t-1* para *t*, ponderado pelo ativo total em *t-1*;

ε = Termo de erro do modelo.

A segunda medida analisada refere-se ao múltiplo de preço/lucro como forma de incentivo ao GR.

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PART} \left(\frac{\text{Preço}}{\text{Lucro}} \right)_{it+1} + \beta_2 \text{PART} (\Delta \frac{\text{Preço}}{\text{Lucro}})_{it} + \sum \beta_j \text{controles}_{it} + \varepsilon \quad (13)$$

Onde:

$AD = Accruals$ discricionários da empresa i no período t ;

$PART$ (Preço/Lucro) = Variável *dummy* para identificar o quantil ao qual a empresa está inserida no período $t+1$: 1º quantil (maiores e melhores desempenhos), 2º quantil (desempenho mediano) e 3º quantil (piores desempenhos);

$PART$ (Δ Preço/Lucro) = Variável *dummy* que indica qual a variação da métrica entre o período $t-1$ para o período t , assumindo 1 para as empresas com variação positiva e 0 para as empresas com variação negativa;

O terceiro modelo busca verificar se as companhias com maior índice *dividend yield* têm incentivos para gerenciar os resultados.

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 PART(DY)_{it+1} + \beta_1 PART(\Delta DY)_{it} + \sum \beta_j \text{controles}_{it} + \varepsilon \quad (14)$$

Onde:

$AD_{it} = Accruals$ discricionários da empresa i no período t ;

$PART$ (DY) = Variável *dummy* para identificar o quantil ao qual a empresa está inserida no período $t+1$: 1º quantil (maiores e melhores desempenhos), 2º quantil (desempenho mediano) e 3º quantil (piores desempenhos);

$PART$ (Δ DY) = Variável *dummy* que indica qual a variação da métrica entre o período $t-1$ para o período t , assumindo 1 para as empresas com variação positiva e 0 para as empresas com variação negativa;

Sob a ótica do retorno sobre o capital investido, o quinto modelo busca verificar se as empresas com um ROIC acima do WACC possuem maiores níveis de *accruals* discricionários.

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 PART(ROIC)_{it+1} + \beta_1 PART(\Delta ROIC)_{it} + \sum \beta_j \text{controles}_{it} + \varepsilon \quad (15)$$

Onde:

$AD_{it} = Accruals$ discricionários da empresa i no período t ;

$PART$ (ROIC) = Variável *dummy* para caracterizar as empresas com ROIC superior ao WACC no período $t+1$, assumindo 1 para empresas que tiveram ROIC superior ao WACC e 0 para as demais;

$PART$ (Δ ROIC) = Variável *dummy* que indica qual a variação da métrica entre o período $t-1$ para o período t , assumindo 1 para as empresas com variação positiva e 0 para as empresas com variação negativa;

O CFROI superior ao WACC indica que os ativos da empresa geram valor para o acionista pelo *spread* entre o CFROI e o WACC, assim o sexto modelo verifica se as empresas com este *spread* possuem maiores níveis de GR.

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 PART(CFROI)_{it+1} + \beta_1 PART(\Delta CFROI)_{it} + \sum \beta_j \text{controles}_{it} + \varepsilon \quad (16)$$

Onde:

$AD_{it} = Accruals$ discricionários da empresa i no período t ;

$PART$ (CFROI) = Variável *dummy* para identificar as empresas com CFROI superior ao WACC no período $t+1$, assumindo 1 para empresas que tiveram CFROI superior ao WACC e 0 para as demais empresas;

PART (Δ CFROI) = Variável *dummy* que indica qual a variação da métrica entre o período t-1 para o período t, assumindo 1 para as empresas com variação positiva e 0 para as empresas com variação negativa;

Empresas com EVA positivo indicam criação de valor para o acionista superior ao custo de oportunidade, desta forma o último modelo busca verificar se as empresas com EVA positivo possuem maiores níveis de GR.

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PART(EVA)}_{it+1} + \beta_2 \text{PART}(\Delta\text{EVA})_{it} + \sum \beta_j \text{controles}_{it} + \varepsilon \quad (17)$$

Onde:

AD_{it} = *Accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*;

PART (EVA)_{it+1} = Variável *dummy* para definir as empresas com EVA positivo no período t+1, assumindo 1 para empresas que tiveram EVA positivo e 0 para empresas com EVA negativo;

$\text{PART}(\Delta\text{EVA})_{it}$ = Variável *dummy* que indica qual a variação da métrica entre o período t-1 para o período t, assumindo 1 para as empresas com variação positiva e 0 para as empresas com variação negativa;

A síntese das variáveis de controle utilizadas no estudo é apresentada no Quadro 7.

Quadro 7 – Variáveis de controle para os *accruals* discricionários

Variável	Operacionalização	Sinal esperado	Referências
Tamanho da empresa	Logaritmo natural do ativo total	+	(HOCHBERG ; 2012)
		-	(GU; LEE; ROSETT, 2005; SINCERRE et al., 2016; GONG; LOUIS; SUN, 2008; JOIA; NAKAO, 2014; REZENDE; NAKAO, 2012; ZHAO; CHEN, 2008)
Crescimento	$\frac{\text{Ativo total}_{it} - \text{Ativo total}_{it-1}}{\text{Ativo total}_{it-1}}$	-	(REZENDE; NAKAO, 2012)
Alavancagem	Total do passivo circulante mais o não circulante dividido pelo patrimônio líquido	+	(DEFOND; JIAMBALVO, 1994; GU; LEE; ROSETT, 2005; DHALIWAL, 1980; SINCERRE et al., 2016)
		-	(BARROS et al, 2014)
Caixa operacional	$\frac{\text{Fluxo de caixa operacional}_{it}}{\text{Ativo total}_{it-1}}$	+	(JOIA; NAKAO, 2014)
		-	(CHEN et al., 2011)
Ano	<i>Dummies</i> anuais	+/-	(GU; LEE; ROSETT, 2005; HUANG; WANG; ZHOU, 2013; ZHAO; CHEN, 2008)

Fonte: Elaborado pelo autor

O tamanho da empresa é uma variável importante de controle em pesquisas sobre gerenciamento de resultados (HRIBAR; NICHOLS, 2007). Sendo uma das características mais importantes das firmas, o tamanho das empresas apresenta associação negativa com o nível de GR em virtude do amadurecimento e menor volatilidade operacional (GU;

LEE; ROSETT, 2005) e pelo acompanhamento maior pelos investidores, o que pode reduzir as práticas de GR (SINCERRE et al., 2016). No entanto Hochberg (2012) afirma que, pela complexidade na elaboração das demonstrações contábeis das maiores empresas, este pode ser um ponto facilitador das práticas de GR.

Joia e Nakao (2012) evidenciam que os *accruals* podem estar correlacionados ao desempenho interno das firmas, utilizando o crescimento do ativo total como forma de mensurar o desempenho interno. Em seu estudo com firmas brasileiras, foi verificada uma associação negativa e significativa entre o crescimento do ativo total e os *accruals* discricionários.

A variável de alavancagem financeira se associa ao GR na medida que as restrições dos *convenants* podem influenciar escolhas discricionárias dos gestores (DEFOND; JIAMBALVO, 1994). Além disso, um maior grau de alavancagem pode aumentar a discricionariedade no reconhecimento de passivos de curto prazo (GU; LEE; ROSETT, 2005). No entanto, no cenário brasileiro, Barros et al (2014) indicaram que a associação entre a alavancagem e o GR ocorre de forma contrária, onde possivelmente o rigor de supervisão ao qual as empresas mais endividadas estariam sujeitas poderia vir a mitigar as práticas de GR.

O fluxo de caixa operacional mostrou estar associado de forma negativa aos *accruals* discricionários no estudo de Chen et al. (2011) nas firmas chinesas, mas de forma positiva as companhias brasileiras (JOIA; NAKAO, 2014).

Em linha com pesquisas anteriormente reportadas na literatura (GU; LEE; ROSETT, 2005; HUANG; WANG; ZHOU, 2013; ZHAO; CHEN, 2008), são incluídas *dummies* de ano para assim carregar a informação de tempo no nível do GR.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

A tabela 04 apresenta a estatística descritiva da variável dependente (*accruals* discricionários) e das variáveis de controle, caixa operacional, tamanho, endividamento e crescimento.

Tabela 4 – Estatística descritiva da variável dependente e das variáveis de controle do modelo econométrico

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio padrão	Mín.	Máx.
AD	28.218	-0,0001	-0,0009	0,0793	-1,6096	2,7335
Caixa Op.	28.218	0,0571	0,0521	0,3273	-33,8754	31,3923
Ln Ativo total	28.218	8,3529	8,2136	1,7066	1,0417	16,7191
Endividamento	28.218	1,7141	0,8320	6,5976	-0,1089	324,3925
Crescimento do ativo	28.218	0,2094	0,0976	0,9423	-0,9469	43,6799

Fonte: Dados da pesquisa

Os *accruals* discricionários médios apresentaram-se negativos, o que pode indicar o gerenciamento para a redução do resultado corrente e sua reversão para melhora do resultado futuro (MARTINEZ, 2008).

No entanto, ao se analisar os *accruals* discricionários médios por país, verifica-se que este resultado se deve ao fato de que 72,20% das observações da amostra pertencem a China e a Rússia, países os quais apresentaram *accruals* discricionários médios negativos. Os demais países da amostra apresentaram *accruals* discricionários médios positivos, indicando possivelmente o seu uso para a maximização dos resultados.

Na análise descritiva da amostra, observa-se que na média geral, os *accruals* discricionários estão próximos a zero, este resultado pode ocorrer em virtude dos *accruals* discricionários poderem assumir valores positivos ou negativos (CARDOSO; SOUZA; DANTAS, 2015). Desta forma, Cardoso, Souza e Dantas (2015) sugere também a análise dos *accruals* discricionários em valores absolutos, onde a média dos *accruals* discricionários em valores absolutos não altera de forma considerável entre os países, exceto para a Rússia, apresentando os mais baixos níveis de *accruals* discricionários, em valores absolutos. A tabela 05 apresenta a estatística descritiva dos *accruals* discricionários por país.

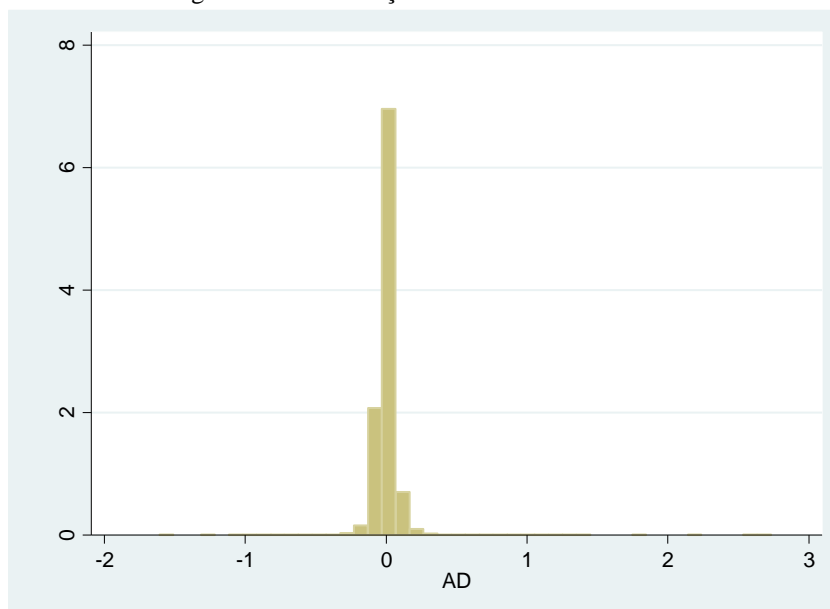
Tabela 5 – Estatística descritiva dos *accruals* discricionários

País	Obs	%	AD médio	AD médio abs	Mediana	Desvio padrão	Mín.	Máx.
África do Sul	903	3,20%	0,0036	0,0439	0,0043	0,0943	-1,6096	1,4271
Brasil	1.143	4,05%	0,0001	0,0415	0,0024	0,0703	-0,3958	0,9538
China	18.659	66,11%	-0,0007	0,0447	-0,0031	0,0828	-1,2447	2,7335
Índia	5.799	20,55%	0,0009	0,0446	0,0000	0,0780	-1,2504	2,1823
Rússia	1.714	6,09%	-0,0002	0,0045	-0,0012	0,0238	-0,0971	0,5840
Total	28.218							

Fonte: Dados da pesquisa

A partir do gráfico 01, apesar dos extremos distantes da média, -1,61 mínimo e máximo de 2,73, verifica-se que boa parte das observações concentram em torno da média, com as companhias apresentando *accruals* discricionários em torno de zero.

Gráfico 1 - Histograma da distribuição dos *accruals* discricionários



Fonte: Dados da pesquisa

Essa diferença entre os níveis médios de *accruals* discricionários médios, assim como o seu direcionamento (positivos e negativos), pode ser atribuída as características próprias dos mercados analisados, como os diferentes incentivos que as empresas podem ter para gerenciarem seus resultados, seja para a melhorar os resultados ou piorá-los (MARTINEZ, 2008).

O fato dos *accruals* discricionários médios negativos para a China e a Rússia pode indicar que, na média, as empresas estão gerenciando os resultados para a minimização dos lucros para sua reversão em períodos futuros (*take a bath*) (MARTINEZ, 2008). Por sua vez, os países que apresentaram *accruals* discricionários médios positivos (África do Sul, Brasil e Índia), indicam que, na média, as companhias estão gerenciando os resultados para a melhora do desempenho.

A Tabela 6 segrega a amostra de acordo com o desempenho obtido pelas medidas de avaliação.

Tabela 6 – Distribuição da amostra de acordo com o desempenho para cada medida de avaliação

	Obs.	Alto desempenho	Desemp. Mediano	Dados faltantes	% Alto desempenho	% Desemp. Mediano	% Dados faltantes
PART EVA	28.218	8.737	19.475	6	30,96%	69,02%	0,02%
PART Δ EVA	28.218	13.307	14.902	9	47,16%	52,81%	0,03%
PART ROIC	28.218	7.939	20.123	156	28,13%	71,31%	0,55%
PART Δ ROIC	28.218	12.535	15.382	301	44,42%	54,51%	1,07%
PART CFROI	28.218	1.978	25.899	341	7,01%	91,78%	1,21%
PART Δ CFROI	28.218	12.537	14.160	1521	44,43%	50,18%	5,39%
PART Δ Dividend Yeild	28.218	8.254	14.802	5.162	29,25%	52,46%	18,29%
PART Δ P/L	28.218	12.874	11.431	3.913	45,62%	40,51%	13,87%

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que na maioria das observações as empresas apresentaram desempenhos ruins. Estes resultados indicam um cenário desafiador vivido pelas empresas no período analisado, o que pode pressionar ainda mais os gestores por apresentarem um bom desempenho.

4.2 Testes de Mann-Whitney e Kruskal Wallis

Como os *accruals* discricionários não apresentaram distribuição normal pelo teste de Shapiro-Wilk, para verificar se os níveis de *accruals* discricionários são diferentes entre as empresas com os melhores e piores desempenhos, utilizou-se do teste de Mann-Whitney, conforme demonstrado na Tabela 7.

Tabela 7 – Teste de Mann-Whitney para os *accruals* discricionários entre os grupos pesquisados

Variável	Descrição do grupo	Mann-Whitney (p-Valor)
1º Quantil EV/EBTIDA	Menores índices de EV/EBTIDA	0.0000
2º Quantil EV/EBTIDA	Níveis medianos de EV/EBTIDA	0.0000
3º Quantil EV/EBTIDA	Maiores índices de EV/EBTIDA	0.0000
PART ΔEV/EBTIDA	Variação positiva do EV/EBTIDA de t-1 para t	0.0000
1º Quantil P/L	Menores índices P/L	0.0000
2º Quantil P/L	Níveis medianos de P/L	0.0000
3º Quantil P/L	Maiores índices de P/L	0.0000
PART ΔP/L	Variação positiva no P/L de t-1 para t	0.0000
1º Quantil <i>Dividend Yeild</i>	Menores níveis de <i>Dividend Yeild</i>	0.0000
2º Quantil <i>Dividend Yeild</i>	Níveis medianos de <i>Dividend Yeild</i>	0.0000
3º Quantil <i>Dividend Yeild</i>	Maiores níveis de <i>Dividend Yeild</i>	0.0000
PART Δ <i>Dividend Yeild</i>	Variação positiva no <i>Dividend Yeild</i> de t-1 para t	0.0000
PART ROIC	ROIC superior ao WACC	0.0000
PART Δ ROIC	Variação positiva do ROIC de t-1 para t	0.0000
PART CFROI	CFROI superior ao WACC	0.0000
PART Δ CFROI	Variação positiva do CFROI de t-1 para t	0.0000
PART EVA	EVA positivo	0.0000
PART Δ EVA	Variação positiva no EVA de t-1 para t	0.0000

Fonte: Dados da pesquisa

Após a análise do teste Mann-Whitney, verificou-se que os níveis médios de *accruals* discricionários entre as empresas com os melhores e piores desempenhos são diferentes entre si.

Após o teste de Mann-Whitney, foi empregado o teste de Kruskal Wallis para verificar se as variâncias entre as firmas com melhores e piores desempenhos são iguais entre si. A Tabela 8 apresenta os resultados.

Tabela 8 – Teste Kruskal Wallis para os AD entre os grupos pesquisados

Variável	Descrição do grupo	kruskal wallis (p-Valor)
1º Quantil EV/EBTIDA	Menores índices de EV/EBTIDA	0.0000
2º Quantil EV/EBTIDA	Níveis medianos de EV/EBTIDA	0.0000
3º Quantil EV/EBTIDA	Maiores índices de EV/EBTIDA	0.0000
PART Δ EV/EBTIDA	Varição positiva do EV/EBTIDA de t-1 para t	0.0000
1º Quantil P/L	Menores índices P/L	0.0000
2º Quantil P/L	Níveis medianos de P/L	0.0000
3º Quantil P/L	Maiores índices de P/L	0.0000
PART Δ P/L	Varição positiva no P/L de t-1 para t	0.0000
1º Quantil <i>Dividend Yeild</i>	Menores níveis de <i>Dividend Yeild</i>	0.0000
2º Quantil <i>Dividend Yeild</i>	Níveis medianos de <i>Dividend Yeild</i>	0.0000
3º Quantil <i>Dividend Yeild</i>	Maiores níveis de <i>Dividend Yeild</i>	0.0000
PART Δ <i>Dividend Yeild</i>	Varição positiva no <i>Dividend Yeild</i> de t-1 para t	0.0000
PART ROIC	ROIC superior ao WACC	0.0000
PART Δ ROIC	Varição positiva do ROIC de t-1 para t	0.0000
PART CFROI	CFROI superior ao WACC	0.0000
PART Δ CFROI	Varição positiva do CFROI de t-1 para t	0.0000
PART EVA	EVA positivo	0.0000
PART Δ EVA	Varição positiva no EVA de t-1 para t	0.0000

Fonte: Dados da pesquisa

A análise do teste de Kruskal Wallis, por sua vez, demonstrou que as variâncias dos níveis de *accruals* discricionários entre os grupos com melhores e piores desempenhos são distintos entre si, o que corrobora com o resultado do teste de diferença de médias.

No entanto, apenas com a modelagem de regressão é possível verificar se as firmas com os melhores resultados estão associadas de forma positiva ao gerenciamento de resultados.

4.3 Análise econométrica

Para verificar a associação entre as firmas que reportaram os melhores resultados, o crescimento positivo na métrica de avaliação e o nível do gerenciamento de resultados, utilizou-se a abordagem de dados em painel, visto a amostra do estudo ser composta por diversas empresas em diferentes anos. Como testes de robustez, afim de se verificar a adequabilidade dos modelos, foram empregados os seguintes testes de especificação: (1) Teste Breusch and Pagan que visa verificar se o modelo de efeitos aleatórios ou a abordagem de dados empilhados é mais adequada, verificando se a variância entre os indivíduos é igual a zero; (2) teste de Hausman para a escolha entre a estimação por efeitos fixos ou aleatórios, (3) *test parm* que visa avaliar a presença de efeitos fixos no tempo, (4) teste Wald para verificar a homocedasticidade dos resíduos, e, (5) matriz de correlações para analisar possíveis problemas de multicolinearidade.

O teste de Breusch and Pagan indicou que o uso do modelo de dados empilhados não é adequado, devendo o modelo ser estimado por painel.

O teste de Hausman por sua vez indicou o uso de modelos com efeitos fixos.

O *test parm* indicou o uso das *dummies* de ano no modelo de efeitos fixos.

Ressalta-se que o ano de 2010 não consta no modelo pois para a mensuração dos *accruals* utiliza-se de variáveis defasadas. Como os modelos para verificar a associação entre os *accruals* discricionários e as medidas de avaliação utilizam dados em t+1, os anos de 2011 e 2017 também não são reportados nos resultados. A informação do ano de 2012 (ano base) por sua vez é representada pelo intercepto do modelo.

O teste Wald para homocedasticidade dos resíduos indicou resíduos heterocedásticos, sendo utilizados estimadores robustos.

Para a verificação de problemas de multicolineariedade nos modelos, foi analisada a matriz de correlação entre as variáveis do estudo. Como as variáveis dos modelos não apresentaram normalidade, conforme o teste de Shapiro-Wilk, foram aplicadas as correlações de Spearman para as variáveis contínuas e *rank*, correlação de Phi entre as variáveis dicotômicas e correlação ponto bisserial entre as variáveis contínuas e dicotômicas.

A partir da análise da matriz de correlações, conforme a figura 01, não foram observadas altas correlações entre as variáveis presentes em um mesmo modelo, indicando ausência de multicolineariedade.

Figura 1 - Matriz de correlações entre as variáveis da pesquisa

Variável	AD	Part EVA	Part ΔEVA	Part Div. Yeild	Part ΔDiv. Yeild	Part P/L	Part ΔP/L	Part ROIC	Part ΔROIC	Part EV/EBTIDA	Part ΔEV/EBTIDA	Part CFROI	Part ΔCFROI	Caixa Op.	Ln Ativo total	Endividament o	Crescimento ativo
AD	1																
Part EVA	0.3027***	1															
Part ΔEVA	0.1733***	0.3017	1														
Part Div. Yeild	0.2251***	0.2377***	0.0733***	1													
Part ΔDiv. Yeild	0.0999***	0.0837	0.0589	0.5280***	1												
Part P/L	0.0105	-0.0809***	0.0110	-0.0557***	-0.0123	1											
Part ΔP/L	-0.0083	0.0257	0.0832	-0.0317***	0.3162	0.3016***	1										
Part ROIC	0.3242***	0.721	0.2541	0.1961***	0.0642	-0.0722***	0.0153	1									
Part ΔROIC	0.1574***	0.076	0.3602	0.0371***	0.0912	0.0574***	0.1192	0.1181	1								
Part EV/EBTIDA	0.0017	-0.1119***	-0.0510***	-0.1124***	-0.0411***	0.5252***	0.1233***	-0.1929***	-0.0239	1							
Part ΔEV/EBTIDA	-0.0285***	0.002	0.654	-0.0314***	0.3012	0.1200***	0.4623	0.0361	0.2694	0.2532***	1						
Part CFROI	0.2556***	0.355	0.1445	0.0371***	0.0027	-0.0623***	0.0123	0.3903	0.0003	-0.0704***	0.0110	1					
Part ΔCFROI	0.1612***	0.118	0.4729	0.0253***	0.0736	0.0344***	0.0701	0.1486	0.5107	-0.0297***	0.2078	0.0817	1				
Caixa Op.	0.1394***	0.0730***	0.0391***	0.2833***	0.0192***	0.0340***	0.0015	0.0699***	0.0130**	-0.0140**	-0.0277***	0.1003***	0.0355***	1			
Ln Ativo total	-0.0149**	-0.0335***	-0.0136***	0.2225***	0.1295***	-0.0690***	-0.0040	-0.0482***	0.0345***	-0.0179***	0.0074	-0.1979***	0.0458***	0.0332***	1		
Endividamento	-0.0674***	-0.0072	-0.0035	-0.1209***	-0.0334***	-0.1261***	0.0045	0.0034	0.0009	-0.0220***	0.0034	-0.0026	0.0010	-0.2199***	0.3384***	1	
Crescimento ativo	0.3118***	0.0249***	-0.0259***	0.1476***	0.0040	0.0766***	-0.0156***	0.0106**	-0.0006	0.0428***	-0.0050	0.0141***	0.0008	0.0987***	0.0287***	-0.0089*	1

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%

** Estatisticamente significativa a 5%

* Estatisticamente significativa a 10%

De forma geral, os modelos apresentaram baixo poder preditivo dos *accruals* discricionários, apresentando R^2 entre 0,72% e 6,09%, o que indica que outros incentivos não incluídos nos modelos do presente estudo também influenciam os níveis de gerenciamento de resultados, tais como incentivos contratuais, regulação e remuneração de gestores por exemplo (NORONHA; ZENG; VINTEN, 2008). No entanto, este resultado não invalida os achados, visto que o objetivo do estudo não é a predição dos *accruals* discricionários e sim a sua associação com o bom desempenho futuro e o crescimento das medidas de avaliação.

No modelo que verifica se um valor econômico adicionado futuro positivo é um incentivo para o gerenciamento de resultados, foi observada esta associação de forma positiva e significativa, assim como o fato do valor econômico adicionado aumentar de t-1 para t também está associado ao gerenciamento de resultados em t.

Esses resultados podem indicar que apresentar criação de valor no futuro para o acionista através do lucro residual, pode incentivar os gestores a elevarem os níveis dos *accruals* discricionários no presente.

Nesse mesmo sentido, o crescimento do valor econômico adicionado de t-1 para t, também está associado de forma positiva e significativa aos níveis de gerenciamento de resultados em t, indicando que apresentar um aumento na criação de valor também é um incentivo para que os gestores manipulem os resultados. Os resultados do modelo econométrico para o EVA são descritos na Tabela 9.

Tabela 9 – Modelo econométrico para o EVA

Variáveis	AD
PART EVA _{t+1}	0.0084684*** (0.0017405)
PART ΔEVA	0.0253942*** (0.0014509)
2013	0.0016075 (0.0016881)
2014	-0.0029306* (0.0017294)
2015	-0.0025062 (0.0023555)
2016	-0.0034729 (0.0025861)
Caixa op.	-0.0336177 (0.0259212)
Tamanho	0.0012566 (0.0047535)
Endividamento	0.0001169*** (0.0000235)
Crescimento do ativo	0.0099415** (0.0039888)
Constante	-0.0231096 (0.038357)
R ² Within	0.0609
R ² Between	0.0283
R ² Overall	0.0503
Prob>F	0.0000
Breusch and Pagan	0.0000
Hausman	0.0000
Wald	0.0000
Obs.	22.043
Firmas	5.544

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significante a 5%.

* Estatisticamente significante a 10%.

A proporção da distribuição de dividendos em relação ao valor da ação no futuro mostrou-se estar associada de forma positiva e significativa ao gerenciamento de resultados. As empresas com desempenho mediano e com bom desempenho apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários em relação as empresas com as menores proporções de dividendos em relação ao valor da ação. Assim como o crescimento nesta proporção de t-1 para t, o que pode indicar que o aumento na distribuição de dividendos também pode servir de motivação para que os gestores manipulem os resultados. A Tabela 10 apresenta os resultados para o *dividend Yeild*.

Tabela 10 – Modelo econométrico para o *Dividend Yeild* futuro

Variáveis	AD
PART Dividend Yeild	
Desempenho mediano	0.0094968***
$t+1$	(0.002415)
Bom desempenho $t+1$	0.0075271***
	(0.0025271)
PART Δ Dividend Yeild	0.0064326 ***
	(0.0014354)
2013	0.0007042
	(0.0018889)
2014	0.0024775
	(0.0020134)
2015	-0.0059464
	(0.0026974)
2016	-0.0043116
	(0.0028446)
Caixa op.	-0.0309641
	(0.0302828)
Tamanho	-0.0025086
	(0.0055704)
Endividamento	-0.0011375***
	(0.0002993)
Crescimento do ativo	0.0106142**
	(0.0046072)
Constante	0.011562
	(0.0455984)
R ² Within	0.0339
R ² Between	0.0242
R ² Overall	0.0271
Prob>F	0.0000
Breusch and Pagan	0.0000
Hausman	0.0000
Wald	0.0000
Obs.	17.525
Firmas	4.407

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significante a 1%.

** Estatisticamente significante a 5%.

* Estatisticamente significante a 10%.

Estes resultados vão ao encontro a outras pesquisas reportadas na literatura, como o trabalho de Daniel, Denis e Naveen (2008), com uma amostra de 1.500 firmas

americanas listadas na S&P no período de 1992-2005, onde verificou-se que os níveis de gerenciamento de resultados estão associados de forma positiva aos níveis de pagamento de dividendos, e atingir os níveis esperados de dividendos é incentivo ao gerenciamento de resultados. Por sua vez, Atieh e Hussain (2012), evidenciam resultados semelhantes, ao encontrarem que as firmas inglesas que pagam mais dividendos apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários do que as firmas que não pagam dividendos.

Loss e Sarlo Neto (2003) afirmam que os gestores acreditam que os dividendos carregam sinais sobre o futuro da organização, neste sentido, estes incentivos podem estar relacionados a empresa divulgar maiores índices de *dividend yeild* para que o mercado a avalie bem e assim consiga aumentar o valor de suas ações. De forma empírica, alguns estudos demonstram a associação positiva entre a distribuição de dividendos com o retorno das ações (CORSO; KASSAI; LIMA, 2012; NOVIS NETO; SAITO, 2003).

Quanto a relação entre o preço por ação e o lucro por ação, a associação entre este indicador e o nível dos *accruals* discricionários foi estatisticamente igual a zero, indicando que as expectativas de crescimento captadas pelo preço pago a mais ou a menos em relação ao lucro por ação, assim como o crescimento deste indicador, não influenciam os gestores a aumentarem os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

Tabela 11 – Modelo econométrico para o P/L

Variáveis	AD
PART P/L	
Desempenho mediano	0.0034122
$t+1$	(0.0023254)
Bom desempenho $t+1$	-0.0017134
	(0.0019473)
PART Δ PART P/L	
	0.0003975
	(0.0011692)
2013	0.0006524
	(0.0017869)
2014	0.0017257
	(0.0018538)
2015	-0.0068079***
	(0.0024301)
2016	-0.0036204
	(0.0027131)
Caixa op.	-0.0297576
	(0.0295995)
Tamanho	-0.0019767
	(0.0053365)
Endividamento	0.0001166***
	(0.0002993)
Crescimento do ativo	0.010226**
	(0.0044998)
Constante	0.0130126
	(0.044166)
R ² Within	0.0284
R ² Between	0.0084
R ² Overall	0.0163
Prob>F	0.0000
Breusch and Pagan	0.0000
Hausman	0.0000
Wald	0.0000
Obs.	18.760
Firmas	4.718

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

As empresas que apresentaram retorno sobre o capital investido (ROIC) futuro superior ao custo médio ponderado do capital, indicam maiores níveis de gerenciamento de resultados, em relação as firmas que não obtiveram alto desempenho. Este resultado pode indicar que os gestores podem estar preocupados em reportar retornos sobre o capital investido superiores ao custo do capital aplicado e demonstrar para o mercado essa capacidade de criação de valor.

Em paralelo, o aumento no ROIC de t-1 para t também apresentou estar associado de forma positiva e significativa ao gerenciamento de resultados, indicando que reportar um ROIC superior ao ano passado é um incentivo para o aumento no gerenciamento de resultados. Os resultados para o ROIC encontram-se na Tabela 12.

Tabela 12 – Modelo econométrico para o ROIC

Variáveis	AD
PART ROIC _{t+1}	0.0113704*** (0.0024276)
PART ΔROIC	0.0293935*** (0.0013337)
2013	-0.0023879 (0.0016486)
2014	-0.00285 (0.0017369)
2015	-0.0095825*** (0.0022714)
2016	-0.0113196*** (0.0025709)
Caixa op.	-0.0340257 (0.0260988)
Tamanho	-0.0016319 (0.0047811)
Endividamento	0.0001132*** (0.0000178)
Crescimento do ativo	0.0095226** (0.0040331)
Constante	0.0037652 (0.0386683)
R ² Within	0.0741
R ² Between	0.0194
R ² Overall	0.0518
Prob>F	0.0000
Breusch and Pagan	0.0000
Hausman	0.0000
Wald	0.0000
Obs.	21.778
Firmas	5.505

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

O indicador do valor da empresa sobre o EBTIDA mostrou estar associado de forma positiva aos *accruals* discricionários, onde as firmas com o desempenho mediano e com os melhores desempenhos indicaram maiores níveis de *accruals* discricionários que as firmas com os piores desempenhos.

Considerando que este indicador mostra quanto o mercado precifica a firma em relação a sua capacidade de geração de caixa, estes resultados indicam que esta relação motiva os gestores a aumentarem os níveis de gerenciamento de resultados.

Por sua vez, se este indicador estiver muito alto, isto pode sinalizar ao mercado que a empresa está sendo negociada por um preço muito superior à sua geração de caixa. Desta forma a variação positiva deste indicador está relacionada à redução dos *accruals* discricionários, o que pode indicar esta preocupação dos gestores.

Tabela 13 – Modelo econométrico para o EV/EBTIDA

Variáveis	AD
PART EV/EBTIDA	
Desempenho mediano	0.0087035***
$t+1$	(0.0024182)
Bom desempenho $t+1$	0.0064317**
	(0.0029955)
PART Δ EV/EBTIDA	
	-0.0054576***
	(0.0014037)
2013	0.001093
	(0.0018621)
2014	0.0019887
	(0.0017369)
2015	-0.0058935**
	(0.0028381)
2016	-0.0038626
	(0.0032106)
Caixa op.	-0.0328459
	(0.0511372)
Tamanho	-0.0024732
	(0.0065539)
Endividamento	-0.0012457***
	(0.0004426)
Crescimento do ativo	0.0123665*
	(0.0064187)
Constante	0.0177275
	(0.0547445)
R ² Within	0.0307
R ² Between	0.0072
R ² Overall	0.0158
Prob>F	0.0000
Breusch and Pagan	0.0000
Hausman	0.0000
Wald	0.0000
Obs.	17.055
Firmas	4.515

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significante a 1%.

** Estatisticamente significante a 5%.

* Estatisticamente significante a 10%.

Por fim, o retorno do fluxo de caixa sobre o investimento em $t+1$ acima do WACC não apresentou associação significativa com o gerenciamento de resultados.

No entanto, o aumento de t-1 para t apresentou-se positivamente associado a esta medida de desempenho.

Estes resultados podem indicar que, esta medida pode não ser um incentivo direto ao gerenciamento de resultados, no entanto o aumento do desempenho de uma forma geral está associado ao gerenciamento de resultados.

Tabela 14 – Modelo econométrico para o CFROI

Variáveis	AD
PART CFROI _{t+1}	0.0069061 (0.006586)
PART ΔCFROI	0.0275491*** (0.0013936)
2013	0.0013359 (0.0018003)
2014	-0.0027291 (0.0018019)
2015	-0.003032 (0.0023473)
2016	-0.0059421** (0.0026272)
Caixa op.	-0.0373084 (0.0273932)
Tamanho	-0.0001268 (0.005013)
Endividamento	0.0000983*** (0.0000292)
Crescimento do ativo	0.0095917** (0.0040903)
Constante	-0.0105139 (0.0410026)
R ² Within	0.0650
R ² Between	0.0162
R ² Overall	0.0398
Prob>F	0.0000
Breusch and Pagan	0.0000
Hausman	0.0000
Wald	0.0000
Obs.	20.765
Firmas	5.287

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Como resumo dos resultados encontrados, o bom desempenho financeiro futuro, de uma forma geral, assim como a melhora no desempenho, mostrou-se estar associada de forma positiva aos *accruals* discricionários, o que indica que o desempenho pode incentivar os gestores a manipularem os resultados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Buscando expandir o debate sobre o desempenho financeiro como incentivo ao gerenciamento de resultados, o presente estudo teve como objetivo verificar se as firmas com os melhores índices de desempenho financeiro, medido pelas métricas de avaliação mais utilizadas pelos analistas de mercado, assim como o crescimento deste desempenho, apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados, tendo como janela temporal o período de 2010 a 2017.

Utilizando como amostra as firmas listadas em bolsas de valores dos países do BRICS, através da análise de desempenho das firmas, verificou-se que a maioria das empresas apresentaram desempenhos ruins, e poucas firmas reportaram altos desempenhos, o que indica um cenário desafiador para as firmas reportarem bons desempenhos.

Os resultados da pesquisa, indicaram de forma geral, uma associação positiva e significativa entre o gerenciamento de resultados e o fato de as empresas apresentarem bom desempenho futuro (H_1), assim como um aumento no desempenho (H_2), não fornecendo suficiência para a rejeição das hipóteses levantadas. Estes resultados sugerem que a pressão exercida pelo mercado nas empresas para reportar um alto desempenho, motiva os gestores a optarem por escolhas contábeis discricionárias que elevem os níveis de gerenciamento de resultados. Indicando que o alto desempenho, assim como o aumento no desempenho está associado em parte com o gerenciamento de resultados, e não apenas com o desempenho real (GONG; LOUIS; SUN, 2008). Estes resultados indicam também que as expectativas de crescimento, captadas no presente estudo pelas medidas de múltiplos de lucros (EV/EBTIDA e P/PL), também motivam os gestores a aumentarem os níveis de *accruals* discricionários, associação entre o crescimento e o gerenciamento de resultados apresentada no estudo de Lee, Li e Yue (2006).

Os achados do estudo se alinham com a plataforma teórica de base. Do ponto de vista da teoria de agência e sinalização, os gestores podem manipular os resultados para influenciar as percepções dos usuários externos sobre os ganhos econômicos das firmas (BERTOMEU, 2013; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999).

Esta manipulação, pode então ser facilitada pela assimetria informacional existente entre os gestores e os indivíduos externos a empresa. Além disso, o bem-estar da gestão das firmas é afetada pela sua capacidade de se atingir resultados, estando o desempenho financeiro associado de forma positiva às práticas de gerenciamento de resultados (ASAY, 2018; BHOJRAJ et al., 2009). Surge assim as bases para um ambiente propício ao gerenciamento de resultados contábeis, influenciado pelo bom desempenho futuro.

Outro ponto a ser observado que relaciona os resultados do trabalho com a teoria de agência está no fato de que o bom desempenho pode estar atrelado a remuneração dos próprios gestores (MEHRAN, 1995), fazendo com que estes aumentem os níveis de *accruals* discricionários para atender interesses próprios (GUIDRY; J. LEONE; ROCK, 1999; HEALY, 1985), visto a inobservância das ações dos gestores por parte do principal (LAMBERT, 1984), atenuando assim, os conflitos de agência entre acionistas e gestores.

Sob a ótica da *value relevance* da informação contábil, os resultados indicam que o uso da informação contábil pelo mercado, com o propósito de avaliação por exemplo, pode influenciar os gestores ao gerenciamento de resultados, visto que a mensuração de performance e a relação da firma com o mercado de capitais pode incentivar ao gerenciamento de resultados (HEALY, 1996; VAN TENDELOO; VANSTRAELEN, 2005). Visto a associação observada entre o desempenho e o GR, a manipulação dos

resultados contábeis pode induzir os usuários, em especial os investidores, a tomarem decisões equivocadas (RODRIGUES; PAULO; MELO, 2018).

Os achados do estudo também demonstram que são amplos os incentivos para que os gestores manipulem os resultados, como indicam Van Tendeloo e Vanstraelen (2005), visto o baixo poder preditivo dos modelos com os *accruals* discricionários como variável dependente, existindo incentivos além do desempenho financeiro, tais como incentivos contratuais, remuneração de executivos, e regulação (NORONHA; ZENG; VINTEN, 2008).

A presente pesquisa conclui então que há indícios de que as firmas que reportam os melhores índices de desempenho, medido pelos modelos de múltiplos de lucros e híbridos, estão associadas a maiores níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

O estudo possui algumas limitações. Uma delas está relacionada as limitações dos modelos de gerenciamento de resultados e pela dificuldade na especificação dos *accruals* discricionários, utilizados como *proxy* para o gerenciamento de resultados, visto que os *accruals* discricionários podem não capturar completamente este fenômeno (CORMIER; MARTINEZ, 2006). Além disto, cabe ressaltar que nem todos os *accruals* discricionários estão ligados a gestão dos lucros, mas sim a representação fidedigna dos elementos contábeis, como emana a teoria das escolhas contábeis.

Outra limitação do estudo está ligada a indisponibilidade de alguns dados para algumas firmas na plataforma Bloomberg®, podendo a amostra estar composta por firmas que podem não refletir em sua totalidade o fenômeno pesquisado, visto também que as firmas do setor financeiro não foram incluídas no estudo, devido suas características operacionais específicas.

Quanto aos modelos econométricos analisados, a associação entre a variável dependente e as variáveis independentes pode não ser totalmente exógena, visto a possibilidade de simultaneidade entre a variável dependente e as variáveis independentes, como discutem outras pesquisas acerca do gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários (BUCHNER; MOHAMED; SAADOUNI, 2017; KASZNIK, 1999).

Como propostas de pesquisas futuras, sugere-se analisar se o bom desempenho financeiro também está associado ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais, uma outra janela que os gestores possuem para manipular os resultados (GUNNY, 2010), podendo o GR ocorrer de forma simultânea por *accruals* discricionários e por decisões operacionais (ROYCHOWDHURY, 2006), onde a análise do resultado gerenciado total se dá pela soma dos *accruals* discricionários e pelas decisões operacionais (RODRIGUES; PAULO; MELO, 2018).

Recomenda-se também, utilizar dados de empresas de outros países, bem como pesquisas específicas para as empresas financeiras, para verificar se, assim como nos mercados emergentes que estão no escopo do presente trabalho, em países desenvolvidos os resultados se assemelham. Ao estender tais aplicações, pode ser possível verificar se existem características que indiquem que a associação está relacionada às características específicas da amostra executada na presente pesquisa.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; LEV, B. The value relevance of intangibles: The case of software capitalization. **Journal of Accounting Research**, v. 36, n. 3, p. 161–191, 1998.
- AKERLOF, G. A. the Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.
- ALMEIDA, J. E. F. DE; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. v.6, p. 44–62, 2011.
- AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1–3, p. 3–30, 1996.
- ARNOLD, J.; MOIZER, P. A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares. **Accounting and Business Research**, v. 14, n. 55, p. 195–207, 1984.
- ASAY, H. S. Horizon-Induced Optimism as a Gateway to Earnings Management. **Contemporary Accounting Research**, v. 35, n. 1, p. 7–30, 2018.
- ATIEH, A.; HUSSAIN, S. Do UK firms manage earnings to meet dividend thresholds? **Accounting and Business Research**, v. 42, n. 1, p. 77–94, 2012.
- BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159–178, 1968.
- BARKER, R. G. Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts’ preferences between the dividend yield and price-earnings ratio valuation models. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 26, n. 3–4, p. 393–418, 1999.
- BARKER, R. G. The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. **European Accounting Review**, v. 8, n. 2, p. 195–218, 1999.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. DE. A Relação Entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados Em Empresas Brasileiras. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 19, n. 1976, p. 27–39, 2013.
- BARROS, M. E. et al. Gerenciamento de Resultados e Alavancagem financeira em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Contabilidade, Gestão e Governança - Brasília**, v. 17, n. jan./abr., p. 35–55, 2014.
- BARTH, M. E.; CRAM, D. P.; NELSON, K. K. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. **The Accounting Review**, v. 76, p. 27–58, 2001.
- BARTH, M. E. Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. **Accounting and Finance**, v. 40, n. 1, p. 7–31, 2000.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 77–104, 2001.

- BARTH, M. E.; CLINCH, G.; ISRAELI, D. What do accruals tell us about future cash flows? **Review of Accounting Studies**, v. 21, n. 3, p. 768–807, 2016.
- BARTOV, E. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. **The Accounting Review**, v. 68, n. 4, p. 840–855, 1993.
- BARTOV, E.; BODNAR, G. M. Alternative accounting methods, information asymmetry and Liquidity: Theory and evidence. **The Accounting Review**, v. 71, n. 3, p. 397–418, 1996.
- BEAVER, W. H. The Information Content of Annual Announcements Earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 1968, p. 67–92, 1968.
- BEAVER, W. H.; CLARKE, R.; WRIGHT, W. F. The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors. **Journal of Accounting Research**, v. 17, n. 2, p. 316, 1979.
- BEAVER, W.; LAMBERT, R.; MORSE, D. The information content of security prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 2, n. 1, p. 3–28, 1980.
- BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 3, p. 511–529, 2006.
- BENEISH, M. D. Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 16, n. 3, p. 271–309, 1997.
- BERTOMEU, J. Earnings manipulation and the cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 2, p. 449–473, 2013.
- BLACK, E. L. et al. The Relation Between Earnings Management and Non-GAAP Reporting. **Contemporary Accounting Research**, v. 34, n. 2, p. 750–782, 2017.
- BLOCK, S. A study of financial analysts: practice and theory. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 4, p. 86–95, 1999.
- BHOJRAJ, S. et al. Making Sense of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 5, p. 2361–2388, 2009.
- BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 2, p. 351–405, 2008.
- BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 847, 1999.
- BUCHNER, A.; MOHAMED, A.; SAADOUNI, B. The association between earnings forecast in IPOs prospectuses and earnings management: An empirical analysis. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 51, p. 92–105, 2017.
- CABELLO, O. G.; PEREIRA, C. A. Efeitos Das Práticas De Tributação Do Lucro Na Effective Tax Rate (ETR): Uma Abordagem da teoria das escolhas contábeis. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 356–373, 2015.

- CARDOSO, R.; SOUZA, F.; DANTAS, M. Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. **Revista Universo Contábil**, p. 65–84, 2015.
- CASEY, R. et al. Articulation-based accruals. **Review of Accounting Studies**, v. 22, n. 1, p. 288–319, 2017.
- CHEN, W.; HRIBAR, P.; MELESSA, S. Incorrect Inferences When Using Residuals as Dependent Variables. **Journal of Accounting Research**, v. 56, n. 3, 2018.
- CHEN, H. et al. Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China. **Contemporary Accounting Research**, v. 28, n. 3, p. 892–925, 2011.
- CLOYD, C. B.; PRATT, J.; STOCK, T. The Use of Financial Accounting Choice to Support Aggressive Tax Positions: Public and Private Firms. **Journal of Accounting Research**, v. 34, n. 1, p. 23–43, 1996.
- COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 39–67, 1997.
- Corporate tax rates around the world. **KPMG**. Disponível em: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>. Acesso em 22 out. 2018.
- CORMIER, D.; MARTINEZ, I. The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: Evidence from French IPOs. **International Journal of Accounting**, v. 41, n. 3, p. 209–236, 2006.
- CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 2, p. 154–169, 2012.
- CUNHA, P. R. DA; PICCOLI, M. R. Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179–196, 2016.
- DAMODARAN, A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. **Second Edition**, v. 188, p. 1008, 2002.
- DANIEL, N. D.; DENIS, D. J.; NAVEEN, L. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds ? **Journal of Accounting & Economics**, v. 45, p. 2–26, 2008.
- DAY, J. F. S. The Use of Annual Reports by UK Investment Analysts. **Accounting and Business Research**, v. 16, n. 64, p. 295–307, 1986.
- DEANGELO, L. E. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. **The Accounting Review**, 1986.
- DECHOW, M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, n. 1, p. 3–42, 1994.
- DECHOW, P. M. et al. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275–334, 2012.

- DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 2/3, p. 355–384, 2003.
- DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, p. 35–59, 2002.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235–250, 2000.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995.
- DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, p. 133–168, 1998.
- DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1–2, p. 145–176, 1994.
- DE JONG, A. et al. How does earnings management influence investor's perceptions of firm value? Survey evidence from financial analysts. **Review of Accounting Studies**, v. 19, n. 2, p. 606–627, 2014.
- DEMIRAKOS, E. G.; STRONG, N. C.; WALKER, M. What valuation models do analysts use? **Accounting Horizons**, v. 18, n. 4, p. 221–240, 2004.
- DEMSKI, J. S.; FRIMOR, H.; SAPPINGTON, D. E. M. Efficient Manipulation in a Repeated Setting. **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 1, p. 31–49, 2004.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings Management to Exceed Thresholds Earnings Management to Exceed Thresholds. **Journal of Business**, v. 72, n. 1, p. 1–33, 1999.
- DETZEN, D.; ZÜLCH, H. Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 21, n. 2, p. 106–126, 2012.
- DHALIWAL, D. S. The effects of the firm's capital structure on the choice of accounting methods. **The Accounting Review**, v. 55, n. 1, p. 78–84, 1980.
- DHALIWAL, D.; SUBRAMANYAM, K. R.; TREZEVANT, R. Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance? **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, n. 1–3, p. 43–67, 1999.
- DOUPNIK, T. S. Influence of culture on earnings management: A note. **Abacus**, v. 44, n. 3, p. 317–340, 2008.
- EASTON, P. D.; HARRIS, T. S. Earnings as an Explanatory Variable for Returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, p. 19–36, 1991.
- EASTON, P. D.; ZMIJEWSKI, M. E. Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2–3, p. 117–141, 1989.
- FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 383–417, 1991.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980.

FELTHAM, Gerald A.; XIE, Jim. Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. **The Accounting review**, p. 429–453, 1994.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 255–307, 2001.

FRANCIS, J. Discussion of empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 309–319, 2001.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 1, p. 121–164, 2003.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have Financial Statements Lost Their Relevance? **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 319, 1999.

FRENCH, K. R.; ROLL, R. Stock return variances. **Journal of Financial Economics**, v. 17, n. 1, p. 5–26, 1986.

FREEMAN, R. N. The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, n. 2, p. 195–228, 1987.

GAIO, C.; RAPOSO, C. Earnings quality and firm valuation: International evidence. **Accounting and Finance**, v. 51, n. 2, p. 467–499, 2011.

GARMAN, M. B.; OHLSON, J. A. Information and the Sequential Valuation of Assets in Arbitrage-Free Economies. **Journal of Accounting Research**, v. 18, n. 2, p. 420–440, 1980.

GONG, G.; LOUIS, H.; SUN, A. M. Y. X. Earnings Management and Firm Performance Following Open-Market Repurchases. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 2, p. 947–986, 2008.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99–105, 1959.

GU, Z.; LEE, C. W. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 3, p. 313–334, 2005.

GLOBAL RATE. **Inflação estados unidos**. Disponível em: <<http://global-rates.com/>>. Acesso em: 21 mai. 2018.

GUIDRY, F.; J. LEONE, A.; ROCK, S. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, n. 1–3, p. 113–142, 1999.

GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855–888, 2010.

- HALLER, A.; WEHRFRITZ, M. The impact of national GAAP and accounting traditions on IFRS policy selection: Evidence from Germany and the UK. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 22, n. 1, p. 39–56, 2013.
- HAN, S. et al. A cross-country study on the effects of national culture on earnings management. **Journal of International Business Studies**, 2010.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1–3, p. 85–107, 1985.
- HEALY, P. M. Discussion of Market-based evaluation of discretionary accrual models. **Journal of Accounting Research**, v. 34, p. 107–115, 1996.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365–383, 1999.
- HEPWORTH, S. R. Smoothing Periodic Income. **The Accounting Review**, v. 28, n. 1, p. 32–39, 1953.
- HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da contabilidade; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. **São Paulo: Atlas**, p. 277-297, 1999.
- HOCHBERG, Y. V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. **Review of Finance**, v. 16, n. 2, p. 429–480, 2012.
- HOLTHAUSEN, R. W. Accounting method choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, n. 1–3, p. 207–218, 1990.
- HOLTHAUSEN, R.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 3–75, 2001.
- HRIBAR, P.; COLLINS, D. W. Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 105–134, 2002.
- HRIBAR, P.; NICHOLS, D. C. The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 5, p. 1017–1053, 2007.
- HUANG, H. H.; WANG, W.; ZHOU, J. Shareholder Rights, Insider Ownership and Earnings Management. **Abacus**, v. 49, n. 1, p. 46–73, 2013.
- IMAM, S.; BARKER, R.; CLUBB, C. The use of valuation models by UK investment analysts. **European Accounting Review**, v. 17, n. 3, p. 503–535, 2008.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- JOIA, R. M.; NAKAO, S. H. Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 8, n. 1, 2014.
- JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193, 1991.

- KANG, S.-H.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353, 1995.
- KASZNIK, R. On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 1, p. 57, 1999.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 163–197, 2005.
- KOTHARI, S. P. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 105–231, 2001.
- LAMBERT, R. A. Income Smoothing Equilibrium as Rational Equilibrium Behavior. **The Accounting Review**, v. 59, n. 4, p. 604–618, 1984.
- LANDSMAN, W. R.; MAYDEW, E. L. Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades? **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 797–808, 2002.
- LEE, C.-W. J.; LI, L. Y.; YUE, H. Performance, Growth and Earnings Management. **Review of Accounting Studies**, v. 11, n. 2–3, p. 305–334, 2006.
- LEE, C. M. C. Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 413–425, 1999.
- LEV, B. Corporate Earnings: Facts and Fiction. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 2, p. 27–50, 2003.
- LEV, B.; ZAROWIN, P. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 353, 1999.
- LEV, B. On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. **Journal of Accounting Research**, v. 27, p. 153, 1989.
- LO, K. Earnings management and earnings quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2–3, p. 350–357, 2008.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. spe, p. 39–53, 2003.
- MADDEN, Bartley J. Cash Flow Return On Investment: A Total System Approach to Valuing the Firm. 1999.
- MADDEN, B. J. The CFROI valuation model. **The journal of investing**, v. 7, n. 1, p. 31–44, 1998.
- MADDEN, Bartley J. The Purpose of the Firm, Valuation, and the Management of Intangibles. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 29, n. 2, p. 76–86, 2017.
- MADDEN, B. J. Applying a Systems Mindset to Stock Valuation. **The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners**, p. 43–66, 2010.
- MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7–17, 2008.

- MARTINS, V. G.; PAULO, E.; MONTE, P. A. DO. O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? **Revista Universo Contábil**, v. 55, n. 81, p. 73–90, 2016.
- MCNICHOLS, M. F.; WILSON, G. P. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 1, p. 1–31, 1988.
- MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163–184, 1995.
- MORRIS, R. D. Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 69, p. 47–56, 1987.
- MOTA, R. H. G. et al. Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 1, p. 6–26, 2017.
- NICHOLS, D. C.; WAHLEN, J. M. How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence. **Accounting Horizons**, v. 18, n. 4, p. 263–286, 2004.
- NORONHA, C.; ZENG, Y.; VINTEN, G. Earnings management in China: An exploratory study. **Managerial Auditing Journal**, v. 23, n. 4, p. 367–385, 2008.
- NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, v. 38, n. 2, p. 135–143, 2003.
- OHLSON, J. A.; LOPES, A. B. Avaliação de empresas com base em números contábeis. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 4, n. 2, p. 96–103, 2007.
- OHLSON, J. A. Accruals: An overview. **China Journal of Accounting Research**, v. 7, n. 2, p. 65–80, 2014.
- PARFET, W. U. Accounting subjectivity and earnings management: A preparer perspective. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 4, p. 481–488, 2000.
- PAE, J. Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 1, p. 5–22, 2005.
- PAULO, E.; MARTINS, E.; CORRAR, L. J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 1, p. 46–59, 2007.
- PEREIRO, L. E. The valuation of closely-held companies in Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 2, n. 4, p. 330–370, 2001.
- PIKE, R.; MEERJANSSEN, J.; CHADWICK, L. The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany. **Accounting and Business Research**, v. 23, n. 92, p. 489–499, 1993.
- PORTULHAK, H. et al. Poison pills e gerenciamento de resultados: estudo em companhias do novo mercado da bm&fbovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 2, p. 25–42, 2017.
- PYLE, H.; LELAND, E. information asymmetries, financial structure. and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371–387, 1977.

- RAYBURN, J. The association of operating cash flow and accruals with security returns. **Journal of Accounting Research**, v. 24, p. 112–133, 1986.
- REIS, E. M. DOS; LAMOUNIER, W. M.; BRESSAN, V. G. F. Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 247–260, 2015.
- REZENDE, G. P.; NAKAO, S. H. Gerenciamento De Resultados E a Relação Com O Lucro Tributável Das Empresas Brasileiras De Capital Aberto. **Revista Universo Contábil**, p. 06-21, 2012.
- RODRIGUES, R. M. R. C.; PAULO, E.; MELO, C. L. L. DE. Gerenciamento de resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do IBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, p. 82–102, 2018.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.
- RYAN, H. E.; TRAHAN, E. A. Corporate financial control mechanisms and firm performance: The case of value-based management systems. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 34, n. 1–2, p. 111–138, 2007.
- SILVA, R.; NARDI, P.; RIBEIRO, M. Earnings Management and Valuation of Biological Assets. **Brazilian Business Review**, v. 12, n. 4, p. 1–26, 2015.
- SINCERRE, B. P. et al. Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 291–305, 2016.
- SOUZA, F. Ê. A. DE; LEMES, S. A comparabilidade das escolhas contábeis na mensuração subsequente de ativos imobilizados, de ativos intangíveis e de propriedades para investimento em empresas da América do Sul. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 169–184, 2016.
- SPENCE, M. Job Market Signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355, 1973.
- SPRENGER, K. B.; KRONBAUER, C. A.; COSTA, C. M. Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 120–142, 2017.
- SWEENEY, A. P. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 3, p. 281–308, 1994.
- STEWART, G. B. EVATM: Fact and Fantasy by. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, p. 71–84, 1994.
- TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 63–99, 1998.
- VAN TENDELOO, B.; VANSTRAELEN, A. Earnings management under German GAAP versus IFRS. **European Accounting Review**, v. 14, n. 1, p. 155–180, 2005.
- WATTS, R. L. Accounting choice theory and market-based research in accounting. **British Accounting Review**, v. 24, p. 235–267, 1992.
- YALCIN, N.; BAYRAKDAROGLU, A.; KAHRAMAN, C. Application of fuzzy multi-

criteria decision making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries. **Expert Systems with Applications**, v. 39, n. 1, p. 350–364, 2012.

ZHAO, Y.; CHEN, K. H. The influence of takeover protection on earnings management. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 35, n. 3–4, p. 347–375, 2008.

APÊNDICES

Tabela A1 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de comunicações

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$	África do Sul	China	Índia
$\frac{1}{A_{it-1}}$	-0.1934541	-1.050283	0.4545221
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	1.822556	1.75684	1.671465
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.1173687***	0.1020912***	0.1359111***
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0594562	0.0078473	0.0197034***
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.0698074***	0.0042628	-0.0541491
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0196206	0.0150727	0.0271978
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.5489638***	-0.9335962***	-0.6225146***
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.1465235	0.0301543	0.0526308
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.6469147***	0.6733089***	0.2364871***
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.1547944	0.0634328	0.0493733
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.1706796	0.1495911***	-0.0029691
Constante	0.1678041	0.0239612	0.0021608
	0.020548	0.005384	0.0520798***
	0.0156716	0.0088013	0.0171991
R ² Within	0.3397	0.6921	0.5251
R ² Between	0.8205	0.6240	0.3031
R ² Overall	0.5954	0.6579	0.3194
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	47	687	255
Firmas	9	139	69

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A2 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de consumo básico

	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$					
$\frac{1}{A_{it-1}}$	3.388412***	2.492745*	-0.6010047**	-4.858961***	1.378255***
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	0.0612192	1.393151	0.2453404	1.522075	0.1359389
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.0153722***	0.1074966***	0.1380716***	0.0514728***	-0.005820***
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0197034	0.0227331	0.0079396	0.0066716	0.0014179
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.0038099	-0.0079465	0.0089579	-0.0151916*	-0.0014551
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.7375515	0.0225196	0.0066445	0.0091051	0.0013583
Constante	-0.6225146***	-0.480149***	-0.693222***	-0.6382795***	-1.005892***
R ² Within	0.0526308	0.0707003	0.0180525	0.0180525	0.0033528
R ² Between	0.7396654***	0.3243595***	0.6521574***	0.6521574***	-0.0128021**
R ² Overall	0.0740438***	0.0844587	0.0219075	0.0232109	0.0056601
Prob>F	0.7031704	0.2656658***	0.4427787***	0.5375301***	-0.011385***
Obs.	0.0659911	0.0740173	0.0193633	0.0284998	0.0022977
Firmas	0.0065554	0.0030792	-0.0127347	0.0244303***	0.0030045**
	0.0112318	0.0148709	0.0045745	0.0063929	0.0011986
	0.5251	0.5897	0.5537	0.5551	0.9986
	0.3031	0.4025	0.7156	0.9998	0.9986
	0.3194	0.5201	0.6048	0.9984	0.9987
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	128	109	1.305	506	143
	25	22	256	139	39

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A3 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de consumo discricionário

	África do Sul	Brasil	China	Índia
$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$				
$\frac{1}{A_{it-1}}$	-2.363829***	0.7626853*	-1.433084***	-1.111111***
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	0.820024	0.4509127	0.1477161	0.3659472
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.0540648***	0.1915361***	0.0202656***	0.0907397***
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0136428***	0.023574	0.0006986	0.0060967
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.0231154	-0.0102226	0.0518289***	-0.0124217**
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0090768	0.0078572	0.0043029	0.0061068
Constante	-0.6296809***	-0.7537567***	-0.8930874***	-0.8683779***
R ² Within	0.036361	0.0430929	0.0082144	0.0153463
R ² Between	0.6704497***	0.5104615***	0.3528595***	0.5011501***
R ² Overall	0.0372223	0.0560715	0.0146999	0.0294158
Prob>F	0.6018246***	0.3719094***	0.1534107***	0.1879226***
Obs.	0.0428223	0.0415513	0.0093105	0.0143457
Firmas	0.01853***	0.0170799**	0.0149785***	0.0466411***
	0.0065429	0.00691	0.0028344	0.0050417
	0.6445	0.5230	0.8307	0.7081
	0.7974	0.7544	0.5813	0.7678
	0.7191	0.5945	0.7620	0.7140
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	223	349	3.664	1.399
	42	68	733	429

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A4 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de energia

	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$					
1	-1.44649	52.95054***	-2.078487***	4.619458	-5.224923
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	1.68317	20.15345	0.6648378	4.092235	8.258274
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.0521925	0.1148604***	0.1404546***	-0.0012605	-0.000874
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0569848	0.0396242	0.0077666	0.0089016	0.0056581
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0151521	0.0202546	-0.0047689	0.0872194***	0.0024637
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0924162	0.013116	0.0067564	0.0194763	0.0082428
Constante	-0.4328024	-0.968091***	-0.5284805***	-0.8664228***	-1.004692***
	0.3841812	0.0757254	0.02544	0.0546781	0.0224612
	0.1777031	0.7270069***	0.3832342***	0.1625705***	0.0050041
	0.4156081	0.1418014	0.0437424	0.0422769	0.0786387
	-0.1654579	0.4060171***	0.238903***	0.1845572***	0.0279647
	0.2029004	0.0963279	0.0265101	0.0657155	0.0716605
	-0.0320936	-0.0239499*	0.0044819	-0.004389	0.0074719
	0.0582588	0.0131698	0.0053122	0.0162547	0.0087408
R ² Within	0.1137	0.6895	0.4970	0.6894	0.9108
R ² Between	0.3419	0.9537	0.6434	0.5636	0.8722
R ² Overall	0.1391	0.7818	0.5358	0.5532	0.9125
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	28	59	831	174	227
Firmas	6	13	164	47	56

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A5 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de indústrias

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
$\frac{1}{A_{it-1}}$	0.7478041	0.1313223	3.960413***	1.37422*	-0.794677***
ΔREV_{it}	4.263496	0.9143845	0.5996477	0.8266577	0.2996363
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	0.0275672	0.2763451***	0.0298304***	0.1368214***	0.0002334
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.0196115	0.0579689	0.0012301	0.0067299	0.0003478
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	-0.0230068	0.0076679	0.0124049***	-0.0047078	-0.0028569***
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0326624	0.0217137	0.0020003	0.006738	0.0004027
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	-0.604441***	-0.7584106***	-0.8696807***	-0.9933192***	-1.000539***
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.1515689	0.1097049	0.0095748	0.0045398	0.0006955
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.2130906	0.4813879***	0.6474037***	0.5987431***	0.012426***
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.1799717	0.110974	0.0164603	0.0288589	0.0032971
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.1370768	0.3116265***	0.3921995***	0.2783222***	0.0115498***
Constante	0.0812991	0.0831654	0.0101749	0.01718	0.002857
	0.0492644	-0.0028505	0.0119317	0.0313353***	0.0044177***
	0.0216966	0.0181143	0.0015208	0.0041185	0.000744
R ² Within	0.0587	0.2974	0.6763	0.7467	0.9998
R ² Between	0.3637	0.2827	0.7599	0.9956	0.9939
R ² Overall	0.1234	0.2828	0.6991	0.9769	0.9980
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	161	158	4.167	1.184	569
Firmas	30	32	834	332	168

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A6 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de materiais

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
$\frac{1}{A_{it-1}}$	-0.1840488	3.94082**	0.0973673	-0.3306038	0.6351649***
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	0.3929443	1.799967	0.6844606	1.436464	0.1729756
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	-0.0250205	0.1324631***	0.0447503***	0.1545803***	-0.0002159
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0455963	0.0403562	0.0029594	0.0085043	0.0006126
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.0384735	0.0271994	0.0248144***	-0.019897***	0.0004052
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0290908	0.0169528	0.0030764	0.0066247	0.000447
Constante	-0.1198869	-0.562256***	-0.936426***	-0.7425685***	-1.002052***
	0.0890504	0.0913117	0.0057565	0.0239306	0.0016303
	0.2471049***	0.4476641***	0.3017374***	0.6419659***	-0.0012775
	0.0822797	0.0986858	0.0182772	0.0338815	0.0048769
	-0.005551	0.3196021***	0.043667***	0.043667***	0.0007315
	0.1109659	0.0811582	0.0060657	0.022108	0.0040185
R ² Within	-0.024274	-0.0325671**	0.0230535***	0.0293372***	0.0003569
R ² Between	0.0323497	0.0160409	0.0028576	0.0061507	0.0004197
R ² Overall	0.0339	0.1716	0.9104	0.3980	0.9989
Prob>F	0.4917	0.4793	0.8429	0.7859	0.9999
Obs.	0.1043	0.2758	0.8822	0.5516	0.9993
Firmas	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	221	165	3.150	1.312	371
	45	31	619	385	94

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A7 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de saúde

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$	África do Sul	Brasil	China	Índia	Rússia
$\frac{1}{A_{it-1}}$	2.658846	8.940395***	-1.002965***	1.217262	31.98171***
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	2.651291	3.246855	0.4261513	0.9446788	8.276436
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.2148736**	0.1486671***	0.1055224***	0.1927054***	-0.1604287***
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0927255	0.0321487	0.0063244	0.0108167	0.0304828
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.1302187***	0.0288412	0.0682002***	-0.0246244**	0.0016844
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.050176	0.0283613	0.0076934	0.0121654	0.0300615
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.4024075**	-0.8245672***	-0.991281***	-0.8942802***	-1.018281***
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.2021038	0.1458152	0.0022615	0.0238809	0.0618921
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.8519689***	0.6625166***	0.5485319***	0.8553286***	-0.0299669
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.2690649	0.1723471	0.0201114	0.0412075	0.1375804
Constante	0.3304606**	0.3528686***	0.4552541***	0.5643639***	-0.0474427
	0.1622988	0.1014118	0.0169051	0.030684	0.0942987
	0.0269672	-0.0169325	0.0113939	0.0163015*	-0.0070165
	0.0316553	0.0175183	0.0048232	0.0095963	0.0226961
R ² Within	0.2324	0.7043	0.9921	0.7760	0.9230
R ² Between	0.9464	0.7399	0.9960	0.9269	0.9656
R ² Overall	0.6333	0.7354	0.9924	0.8421	0.9549
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	32	46	1.602	417	34
Firmas	8	9	317	110	11

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A8 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de serviços públicos

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$	Brasil	China	Índia	Rússia
$\frac{1}{A_{it-1}}$	0.4039197	9.72825***	3.164288	2.089862*
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	0.9742122	2.137338	2.981889	1.227433
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.3759242***	0.0787792***	0.0441748***	-0.0089443
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0350047	0.0068846	0.0098197	0.0109023
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	-0.003759	0.0108081***	0.0023524	-0.0055546
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0089102	0.0032665	0.0064746	0.0042868
Constante	-0.8021921***	-0.8250032***	-0.9313685***	-1.027061***
	0.078316	0.0227223	0.0319063	0.0218422
	0.6077662***	0.4735423***	0.8720006***	-0.0025786
	0.0855192	0.0397194	0.0523563	0.0699557
	0.3786556***	0.4091045***	0.7071992***	-0.0096832
	0.0526421	0.0295407	0.0436072	0.0532351
	0.0003872	0.0057508	0.0084266	0.0102136*
	0.0092473	0.0036129	0.0066319	0.0057062
R ² Within	0.5568	0.6232	0.8231	0.8482
R ² Between	0.5133	0.8902	0.9476	0.9363
R ² Overall	0.5546	0.7342	0.8942	0.8892
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	222	708	155	376
Firmas	39	128	33	86

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significativa a 1%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela A9 – Estimação dos *accruals* discricionários para o setor de tecnologia

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$	África do Sul	Brasil	China	Índia
1	1.884424**	0.1259531	-2.28891***	3.105342***
$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$	0.8224911	1.323744	0.6238858	1.117037
$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	0.0805536***	0.1587032*	0.0886799***	0.0055393***
$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$	0.0196523	0.0852363	0.0045541	0.0031469
$\frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.038503	-0.0431517	-0.0154959***	-0.0633509***
$\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}}$	0.0304948	0.082058	0.0047422	0.0130502
Constante	-0.6617703***	-0.498583***	-0.8321625***	-0.7661713***
R ² Within	0.0751052	0.1686329	0.0153728	0.0348942
R ² Between	0.7206245***	0.7109973***	0.4879057***	0.4220489***
R ² Overall	0.0779345	0.2354271	0.0228753	0.0496272
Prob>F	0.6684484***	0.4944899**	0.2089377***	0.081868***
Obs.	0.069002	0.2434488	0.0134068	0.0256291
Firmas	-0.0128552	-0.0386071	0.0267713***	0.0676483***
	0.0095919	0.0419165	0.0031076	0.0099139
	0.6649	0.2433	0.5673	0.7774
	0.9210	0.8786	0.6011	0.6764
	0.7299	0.4156	0.5907	0.6885
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	63	35	2.545	398
	13	6	501	126

Fonte: Dados da pesquisa

*** Estatisticamente significante a 1%.

** Estatisticamente significante a 5%.

* Estatisticamente significante a 10%.